

# O setor externo da economia brasileira no governo Dilma e seu papel na crise

André Martins Biancarelli  
Rodrigo Vergnhanini  
Renato de Souza Rosa

## Resumo

O desdobramento da recessão econômica a partir do início do segundo mandato da presidente Dilma Rousseff não foi precedido pela “escassez de divisas”, que sempre esteve associada às grandes crises da história brasileira. Mudanças ao longo da última década fizeram com que os fatores de influência da economia global sobre a doméstica não operassem por meio dos canais tradicionais, mas sim por relações mais indiretas e estruturais – aspecto abordado de forma insuficiente ou inadequada no debate econômico.

A partir da análise e periodização dos fluxos e estoques do Balanço de Pagamentos entre 2011 e 2015, argumenta-se neste artigo que há uma “nova realidade” do setor externo da economia brasileira, em que a estrutura dos passivos externos permitiu duradoura convivência com os níveis historicamente altos dos déficits em conta corrente, mesmo diante do agravamento do quadro internacional. Não obstante, admite-se que a economia global teve sim papel na desaceleração da economia brasileira a partir de 2011, agora mais por meio de canais indiretos, relacionados ao atrelamento estrutural da economia brasileira aos ciclos internacionais, tanto do ponto de vista produtivo como financeiro.

## ÁREA 3: ECONOMIA BRASILEIRA

### Introdução

À medida que a falta de perspectivas ia ficando clara, principalmente ao longo do turbulento ano de 2016, disseminou-se a percepção de que o Brasil vive “a maior recessão de sua história”, a superar em intensidade e duração as crises do início dos anos 1930, 80 e 90. Com exceção desta última, as grandes contrações brasileiras sempre tiveram vínculos imediatos com dificuldades oriundas do setor externo. A trajetória recente apresenta um quadro à primeira vista bastante usual neste aspecto: forte deterioração dos resultados em Conta Corrente durante uma *bonanza* global, que se reverte de maneira brusca, com maxidesvalorização e recessão.

Mas, e aqui a novidade a destacar, desta vez não marcou presença no roteiro um personagem central em todos os episódios do tipo: a tão conhecida “escassez de divisas”. Nem antes e nem durante o colapso do experimento desenvolvimentista, durante o governo Dilma Rousseff (2011-15).

Incentivado por esta aparente novidade, o presente artigo procura refletir sobre as relações entre o setor externo da economia brasileira e a profunda crise que o país enfrenta. Mesmo que de maneira indireta ou às vezes subordinada, tal relação pontua as diferentes explicações para a crise disponíveis no debate. Porém, de uma maneira aqui julgada insuficiente ou inadequada para o contexto atual. A hipótese de fundo do é a de que, por conta de uma série de mudanças ao longo da última década, não se encontrarão nos canais tradicionais as formas de influência da economia global sobre a doméstica, mas sim em relações mais indiretas (e estruturais). Se não houve urgência

nem “crise cambial”, por um lado, as formas de atrelamento da produção e das finanças domésticas ao ciclo internacional parecem por outro bem mais profundas do que anteriormente. O que sinaliza dificuldades até maiores, não contornadas (ou contornáveis) por meio apenas da redução da absorção interna e aumento da competitividade com desvalorização da moeda nacional.

Para apresentar estas ideias, o texto está organizado em mais cinco seções além desta Introdução. Na primeira, procede-se a uma breve revisão do debate brasileiro recente, procurando mapear os posicionamentos acerca das relações entre a desaceleração/crise e o setor externo. Na segunda, também de forma resumida, se apresenta um panorama da economia internacional entre 2011 e 2015 e propõe-se uma periodização para estas influências. Na terceira seção, descreve-se a chamada “nova realidade” do setor externo no período, por meio da evolução dos fluxos registrados no Balanço de Pagamentos e também da análise dos estoques de ativos e passivos externos. Na quarta, são apresentadas ideias preliminares sobre canais indiretos de influência do cenário externo sobre o Brasil, que se julga mais importantes que os tradicionais. Por fim, uma seção conclusiva retoma os principais resultados.

## **I. O setor externo no debate brasileiro recente**

As discussões – acadêmicas, jornalísticas e de outras naturezas – sobre a crise econômica brasileira têm sido muito intensas. O papel dado ao setor externo na progressiva deterioração, no entanto, é discreto na maioria das vezes. Parte importante das referências se dedicou a combater um argumento muito utilizado pela retórica oficial: o de que a desaceleração até 2014 era causada essencialmente pela piora na economia global.

Largamente predominante no debate, a narrativa liberal/ortodoxa (de que são exemplos ilustres os capítulos de CDPP, 2014) concentra suas explicações para a crise nas medidas equivocadas de política econômica, na baixa produtividade da economia e, particularmente, no desequilíbrio fiscal, com considerações laterais à evolução do setor externo. Mesquita (2014), por exemplo, se refere a ele apenas quando associa a gestão Dilma ao paradigma do “populismo macroeconômico latino-americano”, chamando a atenção para o fato de se ter conseguido até aquele momento evitar as típicas “consequências mais severas do ponto de vista do setor externo”, provavelmente devido ao baixo crescimento do produto (p.8).

Barbosa Filho e Pessoa (2014) refutam enfaticamente, com comparações regionais e globais, a “culpa” do cenário internacional ruim na perda de dinamismo do país.<sup>1</sup> Esta seria explicada pela combinação entre uma escolha social mais permanente pelo “distributivismo” (que limitaria estruturalmente o potencial de crescimento) e por uma guinada ideológica na política econômica desde 2006 e acentuada sob Dilma – que pelos vários expedientes de intervenção estatal teria

---

<sup>1</sup> “... a desaceleração da economia mundial foi muito menor do que a desaceleração da economia brasileira. (...) Por

derrubado a produtividade do capital. Exemplo disso seria o crescimento dos salários reais acima da produtividade ao longo do período que, ao comprimir os lucros, gerou redução na taxa de poupança e, portanto, piora do déficit externo.

A associação do resultado em Transações Correntes com o grau de absorção doméstica – ou do financiamento externo com “ausência de poupança” – é também a base das considerações de Pastore e Pinotti (2014) na mesma coletânea. Mas aqui não há, ao contrário do texto anterior, rejeição da influência externa. Países como o Brasil, com poupança doméstica insuficiente, precisariam financiar o excesso de investimentos com déficits em Conta Corrente, dependendo para isso da disponibilidade de fluxos de capital (poupança externa). Fases em que isto se verifica configuram uma “bonança”, que por vezes (como foi no ciclo recente) pode ser reforçada por ganhos também nas relações de troca decorrentes de elevação nos preços das exportações (*commodities*). As duas fontes da “bonança” teriam se esgotado ao longo da primeira metade da presente década, forçando um custoso mas necessário ajuste recessivo com desvalorização cambial.

Apesar de situados em outro ponto do espectro ideológico, os autores mais importantes da corrente “novo-desenvolvimentista” (principalmente L. C. Bresser-Pereira e J. L. Oreiro<sup>2</sup>) concordam com o raciocínio anterior e vêm há anos alertando para os perigos do “crescimento com poupança externa”. Por isso também foram, até o agravamento das condições macroeconômicas em 2015, defensores enfáticos de um forte ajuste fiscal e cambial para reduzir o déficit corrente. A inspiração do raciocínio nos modelos de crescimento com restrição de divisas é explícita, e justificaria a mudança no regime de crescimento para emular um *export-led growth* asiático.<sup>3</sup>

Também focados na macroeconomia, mas com pressupostos e conclusões opostos, trabalhos como os de Serrano e Summa (2014) e Lara (2015) rejeitam não apenas o pessimismo projetado sobre o setor externo, como também a explicação oficial para a desaceleração, que atribui grande peso à redução das exportações em decorrência da crise internacional. O raciocínio é o de que as vendas externas representam parcela pequena da demanda agregada brasileira e, afinal de contas, desaceleraram em linha com o resto do mundo no período 2011-14. Indo além, ressaltam que não houve dificuldade de financiamento dos déficits correntes e, com isso, enfatizam o argumento central: a desaceleração teve causas domésticas, essencialmente a reversão da macroeconomia expansiva que vigorou até 2010, e esta não era exigida pelas condições externas da economia. Biancarelli (2012; 2016) e Rosa (2016) desenvolvem raciocínio em linha semelhante, argumentando que a vulnerabilidade externa da economia brasileira se reduziu e mudou de natureza.

Olhada já com certa perspectiva e diante dos processos em curso na economia brasileira, esta abordagem se mostra a mais adequada. Porém, deve ser complementada com a hipótese de que,

---

<sup>2</sup> Ver, por exemplo, Bresser-Pereira e Gala (2008) e os ensaios contidos em Oreiro et al. (orgs, 2012).

<sup>3</sup> Para uma crítica (não liberal) a este aspecto do raciocínio novo-desenvolvimentista, ver Biancarelli (2012).

mesmo não causando os problemas tradicionais de restrição de divisas, os vínculos profundos do país com as engrenagens financeiras e produtivas da economia global transmitem sim, de maneira indireta, os seus impulsos negativos e contribuem para a crise. Esta é a perspectiva que parece faltar ao debate, e que em seu final este texto procura levantar, ainda que de maneira preliminar.

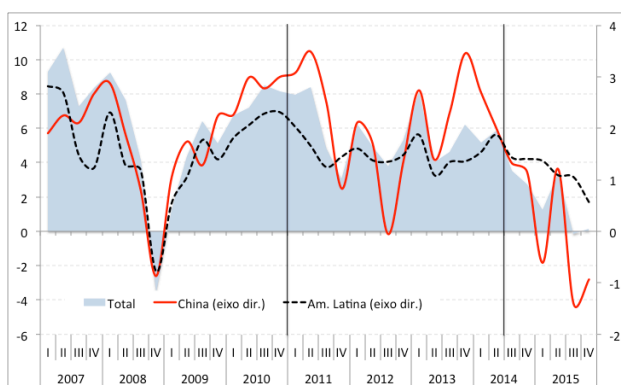
## II. O cenário internacional

Se o objeto destas reflexões é a influência do setor externo na crise atual, não há como fazê-las sem um breve retrato da economia internacional. Esta seção resume a evolução das condições globais para as chamadas “economias emergentes” em geral, no período após a grande crise financeira – cujo auge se deu em 2008 – com foco no aspecto financeiro (liquidez internacional) e produtivo/comercial (preços e quantidades no comércio internacional).

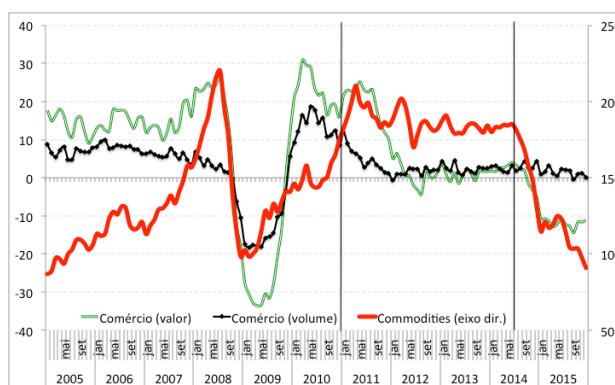
Após um breve período (essencialmente o final de 2008 e a primeira metade de 2009) onde, em resposta à crise se utilizou a política fiscal ativa e a efetiva cooperação internacional como instrumentos de sustentação da atividade nos países centrais, o peso dos estímulos para se evitar uma nova depressão recaiu todo sobre as políticas monetárias. E estas foram praticadas de modo bastante “não convencional”: *policy rates* mantidas próximas a zero por vários anos, e programas de compras de títulos ao longo da curva de juros, na tentativa de expandir adicionalmente a liquidez (*Quantitative Easing*, em várias rodadas e algumas variações qualitativas nacionais).

Com este pano de fundo geral, e concentrando-se nas variáveis relativas ao ciclo de liquidez (Gráf. 1) e ao comércio global e preços internacionais de *commodities* (Gráf. 2), pode-se identificar a ocorrência de pelo menos três fases no pós-crise: i) uma “retomada súbita” depois do colapso e que persiste até o fim de 2010; ii) o que aqui se denomina “pós-bonanza” e dura de 2011 a meados 2014; e iii) uma terceira fase a partir de meados de 2014, melhor qualificada como “deterioração acentuada”. Para a análise do governo Dilma, interessam mais de perto as fases ii) e iii).

**Gráfico 1: Fluxos de capital de não residentes (*Inflows*) para emergentes, em % PIB, 2007-2015**



**Gráfico 2: Crescimento do comércio global (% a.a.) e preços *commodities* (2005=100), 2005-2015**



Fonte: IMF (2016). Elaboração própria.

Por “pós-*bonanza*” se pretende ressaltar tanto as diferenças quanto as semelhanças com o período extraordinário de impulsos favoráveis, decorrente do arranjo global que vigorou entre 2003 e 2008 (Ocampo, 2007). Trata-se, mesmo que em patamares inferiores ao período da “retomada súbita”, da reposição de algumas condições fundamentais que vigoraram até a crise – ampla liquidez global e influxos de capitais para os emergentes; ainda altos patamares de preços de *commodities* – acrescidos de alguns elementos instabilizadores: muito maior instabilidade financeira e ameaças de crises; dinamismo menor e concorrência mais acirrada no comércio internacional.

Pode-se dizer, portanto, que quase todo o primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-14) se deu em meio a este cenário mais instável e incerto, mas não exatamente o contrário, do que o enfrentado pelo seu antecessor.

O determinante principal da remontagem rápida da ampla liquidez global na “retomada súbita” e também no “pós-*bonanza*” é, sem qualquer dúvida, o caráter inusitadamente expansionista das políticas monetárias centrais (e aqui deve-se atentar não só para a postura do *Federal Reserve* estadunidense, mas também para as autoridades monetárias de Inglaterra, Japão e, com um grão a mais de conservadorismo, Europa). Neste contexto se entende as reclamações brasileiras acerca de uma “guerra cambial” ou um “tsunami monetário” que estariam prejudicando o país até 2012 ou 2013. Os episódios de crises (ou ameaças) que elevam a aversão ao risco e a volatilidade, bem como os patamares um pouco menores de influxos de capitais para emergentes ao longo deste período (em relação ao auge atingido antes e imediatamente após a crise) não invalidam a caracterização desta como uma fase de excesso, e não falta, de financiamento externo.

Pelo lado comercial, o menor dinamismo já durante a “pós-*bonanza*” se explica principalmente pelo enfraquecimento da demanda americana, da qual a China era a maior beneficiada e transmissora mundo afora. A potência asiática, após a crise, passou a compensar o menor dinamismo das exportações para os EUA com uma agressividade maior em outros mercados, tornando a concorrência internacional muito mais acirrada. Neste contexto, a enorme capacidade ociosa naquele país funcionou como poderoso elemento de influência nas (não) decisões de investimento e produção mundo afora.

Ao mesmo tempo, o outro ingrediente produtivo (muito favorável aos emergentes em geral, e latino-americanos em particular) da fase anterior de *bonanza* – os elevados preços de *commodities* – se reconstruiu, motivado não só pela sustentação do crescimento chinês, mas também pela ampla liquidez global e baixas taxas de juros, que acentuaram o movimento de especulação e “financeirização” dos mercados destes produtos. Como resultado, a situação dos termos de troca para exportadores de produtos primários era, até meados de 2014, ainda muito favorável em termos históricos, mesmo que já abaixo dos picos de antes de 2008.

Porém, justamente estes dois ingredientes benignos do “pós-*bonanza*” (fases de alta nos ciclos de liquidez e de preços de *commodities*) se reverterem de maneira acentuada em meados de 2014, inaugurando a fase de “deterioração acentuada”, que prosseguiu nos anos de 2015 e 2016. A relação desta deterioração com a reversão do expansionismo monetário global obviamente existe, mas é complexa: as sinalizações para a normalização da política monetária nos EUA datam ainda do primeiro semestre de 2013, e a primeira elevação da taxa básica de juros só veio a se materializar no final de 2015; enquanto isso os bancos centrais das demais economias emissoras de “moedas *funding*” para os fluxos de capital mantiveram ou até ampliaram seus relaxamentos monetários.

De maneira mais direta e decisiva parece ter atuado a desaceleração da economia chinesa, que influencia as cotações de *commodities* e concentra o grosso da retração dos influxos de capital em 2014 e 15. Note-se, no Gráf. 1, que este movimento, especialmente em 2014 é muito mais intenso para a China do que para a América Latina.

O fato é que, sem lugar à dúvida, os sinais emitidos pela economia internacional nesta segunda etapa são inequivocamente negativos, ao contrário da fase “pós-*bonanza*” que engloba a maior parte do primeiro mandato de Dilma Rousseff.

### **III. A “nova realidade”**

O diagnóstico de uma “nova realidade” do setor externo brasileiro, no sentido de maior capacidade de convivência com déficits em Transações Correntes, deve ser desdobrado em duas direções. Na primeira, faz-se necessário atualizar a análise, à luz da periodização proposta na seção anterior para a economia internacional desde 2011. Isto é feito abaixo, seguindo a organização dos fluxos no Balanço de Pagamentos e dos estoques de ativos e passivos. Na segunda – que é tarefa da seção IV – trata-se de apresentar as ideias e evidências de que, a despeito de não “faltar dólares”, a evolução da economia global contribuiu sim para a crise.

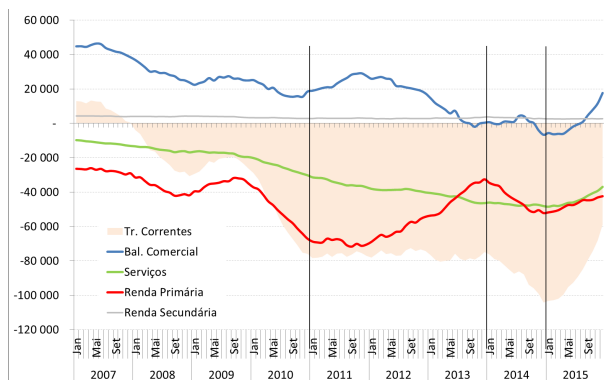
#### **i. As Transações Correntes**

A Conta Corrente durante o governo Dilma Rousseff (2011-15) foi marcada por três etapas distintas, relacionadas mas não idênticas às duas identificadas no cenário global, e influenciadas mais por tendências estruturais e pelo ritmo de atividade (interno e externo) do que pela evolução do câmbio. O retrato geral de sua evolução é apresentado no Gráf. 3, construído (assim como todas as outras séries nesta seção) com dados acumulados em 12 meses e de acordo com a nova forma de apresentação das contas externas (BPM6) adotada no Brasil desde abril de 2015.

Na primeira etapa, o saldo global desta conta permaneceu estável, num patamar negativo de quase US\$ 80 bilhões, aproximadamente 3% do PIB, por três anos (2011 a 2013). A segunda etapa compreende o ano de 2014, quando o déficit se aprofundou e atingiu US\$ 104 bilhões, ou 4,5% do

PIB. Se até então este comportamento era coerente com o ciclo internacional (correspondendo à passagem da “pós-bonanza” para a “deterioração acentuada”), a partir do início de 2015 as transações correntes brasileiras responderam ao ajuste imposto pela guinada ortodoxa da política econômica interna. Nesta terceira etapa, até dezembro do mesmo ano, o déficit se reduziu a menos de US\$ 60 bilhões (2,9% do PIB), tendência que manteria o mesmo ímpeto ao longo de 2016.

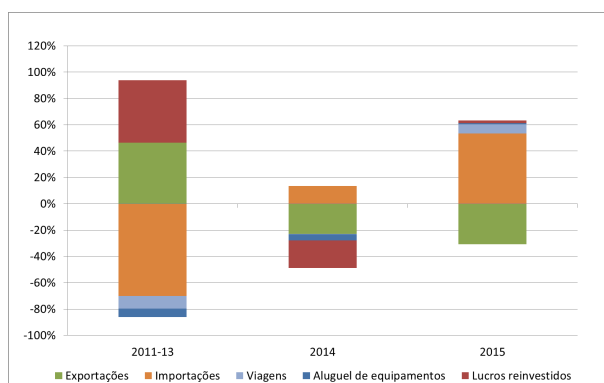
**Gráfico 3: Transações correntes e subcontas (US\$ milhões), 2007-2015**



**Fonte: Banco Central do Brasil, Séries Temporais, Tabelas Especiais. Elaboração própria.**

Uma análise mais aprofundada destes componentes se faz necessária. No Gráf. 4, estão representadas as contribuições das subcontas mais relevantes à variação da Conta Corrente em cada um dos três períodos. Entre 2011-2013, período de relativa estabilidade da conta corrente (4,4%), os lucros reinvestidos e as exportações contribuíram positivamente para o saldo global, enquanto que as importações, e em menor medida serviços de viagens e de aluguel de equipamentos, apresentaram contribuição negativa. Em 2014, a redução nas importações não foi suficiente para compensar a deterioração nas exportações e na conta de lucros reinvestidos, e o saldo global foi reduzido (-36,7%). Por fim, o forte ajuste de 2015 foi baseado principalmente na queda abrupta das importações, em grandeza suficiente para compensar a piora das exportações. O ajuste resultou numa melhora de 42,9% no ano.

**Gráfico 4: Contribuições à variação do saldo em Transações Correntes, por subperíodo (%)**



**Fonte: Banco Central do Brasil, Séries Temporais, Tabelas Especiais. Elaboração própria.**

Na estabilidade do saldo total da primeira etapa (2011-2013) – com a deterioração das balanças comercial e de serviços totalmente compensadas pela variação positiva de US\$ 35 bilhões na conta

de **renda primária** – chama a atenção o comportamento dos “lucros reinvestidos”, parte das “rendas de investimento direto”. Lucros e dividendos remetidos passaram de US\$ 24,6 bilhões para US\$ 19,3 entre 2011 e 2013. A mudança na conta de lucros reinvestidos foi mais expressiva, passando de US\$ 25,2 para US\$ -12,4 bilhões, uma variação de US\$ 37 bilhões.<sup>4</sup> Cifras com sinal negativo nesta conta (indicando “saída negativa”, fruto de prejuízos contabilizados) melhoram o saldo da Conta Corrente e são compatíveis com a desaceleração da economia brasileira e com a contínua desvalorização do câmbio que marcaram o período (ver Gráf. 7, na próxima seção).

Na conta de **serviços**, o déficit piorou continuamente, passando de US\$ 31,4 bilhões em janeiro de 2011 para US\$ 46,4 bilhões, em dezembro de 2013. Os componentes que mais explicam essa piora são viagens internacionais e aluguel de equipamentos. Os gastos com viagens são sensíveis à evolução da renda doméstica e mostraram-se pouco elásticos em relação ao câmbio (Gráf. 7). As despesas com aluguel de equipamentos são mais rígidas e tornaram-se a principal fonte de déficit na balança de serviços. Seu crescimento está vinculado à produção e exportação de plataformas da Petrobras, podendo indicar uma maior dependência estrutural de serviços internacionais (Cintra, 2015, p. 138). Os déficits crescentes dessas subcontas foram em parte atenuados pela elevação do superávit em “outros serviços de negócio, arquitetura e engenharia”, que registra as receitas da expansão de construtoras brasileiras no exterior nesta fase (melhora de US\$ 1,6 bilhões).

Por fim, é preciso analisar o comportamento do **saldo comercial**, cujo grande destaque é a deterioração na primeira etapa (2011-13), só revertida durante o ajuste recessivo de 2015. Até 2006, as exportações cresceram acima das importações, gerando superávits comerciais crescentes. Entre 2007 e 2010, com a exceção do primeiro semestre de 2009 que refletiu os efeitos da crise financeira internacional, houve uma inversão dessa tendência: as importações cresceram à frente das exportações, reduzindo o saldo comercial de US\$ 45,5 (abr/2007) para US\$ 15,4 bilhões (set/2010). Após um ano de recuperação, a deterioração do saldo comercial foi retomada a partir de outubro de 2011. A partir de então, até outubro de 2013, o saldo seria progressivamente reduzido a zero. Esse comportamento tem gerado diversas interpretações, quanto a seus determinantes internos ou externos, assim como quanto a suas características estruturais ou conjunturais.

A partir da decomposição dos fluxos comerciais entre preço e *quantum*, disponibilizada pela Funcex, podem-se fazer algumas qualificações. A análise do quantum das exportações por fator agregado permite apurar uma diferença importante: o volume dos produtos básicos cresceu continuamente em todo o período; dos bens semimanufaturados manteve-se praticamente estagnado; e dos bens manufaturados sofreu uma redução de 20% no imediato pós-crise e manteve-

---

<sup>4</sup> A categoria “lucros reinvestidos” é uma das novidades da revisão metodológica do Balanço de Pagamentos (BPM6), e registra um fluxo sem impacto no mercado cambial, que tem contrapartida na conta financeira e no estoque de investimento direto. Para mais informações, consultar a Nota Metodológica n. 3 do relatório “Estatísticas do Setor Externo – Adoção da 6ª Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos (BPM6)”, disponível em: <https://www.bcb.gov.br/ftp/infecan/nm3bpm6p.pdf>.



se estagnado no mesmo patamar a partir de então. Isso indica uma tendência de especialização regressiva da pauta de exportações ao longo do período. A estagnação das exportações de bens manufaturados deve ser entendida no contexto de fraco dinamismo das economias desenvolvidas, acúmulo de capacidade ociosa global e de acirramento competitivo no comércio internacional.

Os preços das exportações, por sua vez, apresentaram oscilações importantes para todos os fatores agregados, sendo que a variância foi significativamente maior para os bens básicos. Como já visto (Gráf. 2), a evolução das cotações de *commodities* no mercado internacional é marcada por três períodos distintos desde a crise de 2008: “retomada súbita”; “pós-*bonanza*” (com volatilidade e valores mais baixos, ainda acima da média histórica); e “retomada súbita”.

As **importações** brasileiras, pelo contrário, tiveram sua evolução determinada sobretudo pelo *quantum*. Uma importante exceção são os combustíveis, cujos preços seguiram a tendência das demais *commodities*. Portanto, a análise do valor importado deve funcionar, com essa ressalva, como uma boa *proxy* para o comportamento do *quantum* importado.

É preciso atentar para as oscilações neste comportamento. A partir de meados de 2010, as importações retomaram rapidamente o dinamismo pré-crise. Entre outubro de 2012 e julho de 2013, o valor importado se manteve estagnado. A seguir, entre agosto/2013 e março/2014, o crescimento mensal médio anualizado foi de 6%. O restante do ano de 2014 apresentou decréscimo moderado (-3%). Por fim, o ano de 2015 foi marcado pela progressiva acentuação na queda das importações, sendo que no último trimestre a contração mensal média foi de -25%.

Em geral, observa-se estabilidade na composição da pauta de importações. Há, porém, três considerações a serem feitas. Em primeiro lugar, os bens de consumo duráveis aumentaram sua participação de 4% em 2007 para 8% em dezembro de 2012. A partir de então, possivelmente como resultado do alto nível endividamento das famílias e desvalorização do câmbio, essas importações se encolheram mais do que a média e, em 2013, retomaram o patamar inicial de 4%. Mais recentemente, a categoria de bens de consumo não duráveis tem ganhado participação, passando de 9% em 2014 para 12% em 2015. Por fim, os combustíveis mantiveram sua participação estável no valor importado (até 2014), embora seus preços tenham caído cerca de 20% no mesmo período. Isso indica uma maior dependência da importação de combustíveis.

O impacto dos combustíveis é ainda mais evidente quando se considera seu papel na deterioração do saldo comercial. No primeiro período, entre 2011 e 2013, o resultado comercial geral se reduziu em US\$ 18,4 bilhões, variação quase idêntica à do saldo de combustíveis (que contraiu-se em US\$ 17,3 bilhões). Atrasos na construção de refinarias e paradas para manutenção em plataformas de extração estão entre as causas “pontuais” desta perda significativa na “conta petróleo”, pouco tempo depois de o país ter saudado sua autossuficiência neste insumo (e na expectativa de ver sua produção saltar com a exploração da camada pré-sal).

Do ponto de vista estrutural, o setor externo no governo Dilma foi marcado pelo aprofundamento de algumas tendências regressivas, de longo prazo. O déficit na conta de rendas e sua pró-ciclicidade é uma característica estrutural da economia brasileira, refletindo o alto grau de internacionalização das estruturas produtiva e financeira – como será retomado na seção IV. Outro aspecto relevante é o crescimento persistente das despesas com aluguel de equipamentos que, embora decorra em grande parte da estratégia de exportação de plataformas de petróleo pela Petrobras, tem tornado o déficit da conta de serviços mais rígido e expressivo em relação ao PIB (em 2007, era -0,9%; aumentando para -1,4% em 2011; e -2,1%, em 2015).

Em suma, a redução do saldo comercial pode ser compreendida pela reversão desfavorável dos termos de troca a partir de fins de 2011, pela estagnação do *quantum* exportado e pela rigidez da pauta de importações, com o agravante das perdas no comércio de combustíveis. Apesar da desvalorização do câmbio (ver Gráf. 7), o saldo global só começou a melhorar a partir de 2015, com uma forte desvalorização adicional e a adoção de políticas econômicas de contenção da demanda. Nesse sentido, o ajuste externo promovido a partir de 2015 não foi virtuoso, pois não se baseou na ampliação das exportações ou na substituição de importações, mas na contração destas últimas como resultado indireto das medidas econômicas restritivas impostas domesticamente.

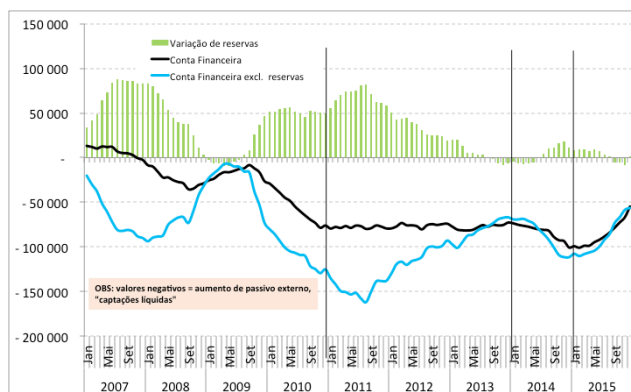
Em suma, a Conta Corrente brasileira – mais fruto de problemas estruturais que se acentuam do que de desequilíbrios macroeconômicos conjunturais – acompanhou a evolução do cenário global pós-crise: estabilidade no “pós-*bonanza*” e piora na “deterioração acentuada”. Por razões pouco nobres (provocadas pela guinada na política econômica), a trajetória é revertida em 2015, quando o mundo continuava a se deteriorar. Não estão nesse plano, anote-se, as novidades mais importantes que definem a “nova realidade” do setor externo, mas atribuir o problema apenas ao câmbio ou a uma “carência de poupança” parecem contribuir pouco para a compreensão de sua natureza. Para os objetivos do presente texto, é mais revelador entender como este déficit foi financiado.

## **ii. Os fluxos de financiamento**

A visão convencional (bem exemplificada no raciocínio de Pastore e Pinotti (2014), citado na seção I) entende os fluxos financeiros registrados no Balanço de Pagamentos como reflexo automático dos déficits em Conta Corrente: é a explicitação da “importação de poupança”, e portanto bastaria olhar para os fluxos líquidos de capital. Na nova metodologia de organização das contas externas (BPM6), esta impressão de automatismos se reforça, dado que a variação de reservas internacionais, antes um item “de fechamento” do balanço agora está incluída na Conta

Financeira. Não por acaso, esta rubrica é praticamente idêntica à de Transações Correntes<sup>5</sup> (veja-se a linha escura no Gráf. 5 e compare-se com o Gráf. 3), e com pouco significado econômico.

**Gráfico 5: A Conta Financeira (BPM6) (US\$ milhões), 2007-2015**

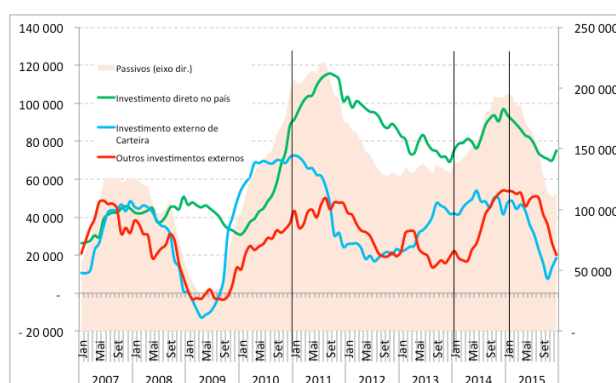


**Fonte: Banco Central do Brasil, Séries Temporais, Tabelas Especiais. Elaboração própria.**

Aqui, os fluxos de capital transfronteiras são entendidos como decisões de alocação de portfólio (e de criação de ativos/passivos) desvinculadas das “necessidades de poupança”, movidos em geral por determinantes muito mais financeiros do que reais, e que se comportam historicamente de maneira cíclica. Esta disponibilidade oscilante, influenciada muito mais por fatores externos do que domésticos, costuma ser o determinante principal (e muito mais rápido) das fases de tranquilidade ou aflição nos balanços de pagamentos de economias como o Brasil. Para tanto, é a partir da consideração dos dados brutos, relativos aos fluxos de não residentes (*inflows*, Gráf. 6), que se apreende as reais condições de financiamento externo, suas fases e componentes.

A periodização que emerge é a mesma obtida para as transações correntes, em três fases: i) de 2011 a 2013, com moderação nos influxos e melhora no seu perfil; ii) 2014, marcado pelo aumento na entrada de recursos e piora em sua composição; e por fim iii) 2015, com retração mais forte.

**Gráfico 6: Fluxos de não residentes (*inflows*) por tipo (US\$ milhões), 2007-2015**



**Fonte: Banco Central do Brasil, Séries Temporais, Tabelas Especiais. Elaboração própria.**

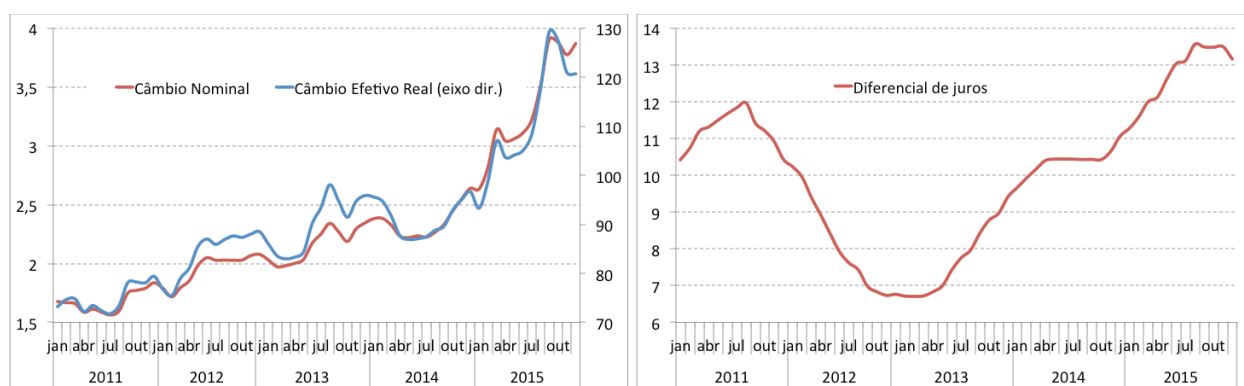
A primeira fase (2011-13) pode ser entendida como uma moderação controlada (e desejada) na entrada de recursos externos. Diante da estabilidade no déficit em Conta Corrente, a partir de junho de 2011 a captação líquida (Gráf. 5) se contrai em US\$ 90 bilhões (ou 60% do total anterior) e pelos

<sup>5</sup> As diferenças referem-se à Conta Capital e aos Erros e Omissões, pouco expressivos na contabilidade brasileira.

*inflows* a retração é de 40%. A já vista amenização no ciclo de liquidez global nesta fase influi nesta redução, mas não é o fator principal – até porque para os emergentes como um todo, tratou-se de estabilidade em altos patamares, não esta queda acentuada.

Coerente (ainda que com timidez e certo atraso) com suas reclamações acerca de um “tsunami monetário” a partir das políticas nos países centrais, o Brasil procurou desincentivar a captação destes recursos. Afinal de contas, eles em muito superavam as “necessidades” ditadas pela Conta Corrente e resultavam em importante, porém custosa, acumulação de reservas – no auge, nos 12 meses encerrados em agosto de 2011, o país acumulou US\$ 82 bilhões! Dois foram os principais instrumentos utilizados nesta redução: a expressiva queda no diferencial de juros até o primeiro trimestre de 2013 (Gráf. 7) e a imposição gradativa de controles à entrada de capitais<sup>6</sup>.

**Gráfico 7: Câmbio nominal, efetivo real (jun/1994=100) e diferencial de juros\*, 2011-2015**



**Fonte: Banco Central do Brasil, Séries Temporais. Elaboração própria.**

\* Calculado como uma “taxa de juros livre de risco”, a partir da diferença entre a Selic (a.a.), e a soma *Fed Funds Rate* (a.a.) com o prêmio de risco-país (EMBI+). O uso do CDS-Spread como *proxy* deste risco seria mais recomendável atualmente, mas esbarrou na restrição de dados abertos.

Tais medidas tiveram ainda efeito positivo na composição do financiamento externo. Como se vê no Gráf. 6, as modalidades “outros investimentos” e “investimento de carteira” sentiram rápida e intensamente a menor atratividade dos ativos brasileiros. Sobre o Investimento direto no país, também há redução importante nos valores (de US\$ 115 bilhões acumulados em setembro de 2011 para US\$ 70 bi em dezembro de 2013), mas deve-se levar em conta mais de 80% disso é a contrapartida da queda nos “lucros reinvestidos”, já discutida na seção III.i. Mesmo com esse efeito contábil, os influxos para Investimento direto ganharam importância no total absorvido nesta fase e foram durante quase todo o período mais do que suficientes para cobrirem o déficit corrente.

Já a partir do segundo trimestre de 2013, a despeito dos montantes totais de influxos permanecerem estáveis, sua composição muda novamente, e a melhora antes verificada vai sendo revertida. Ganham importância os títulos no mercado doméstico, atraídos pela reabertura do diferencial de juros (Gráf. 7) a partir de abril, pela reversão dos controles e pela manutenção da ampla liquidez global, apesar dos temores em relação a um aperto na política do *Federal Reserve*.

<sup>6</sup> Sobre as medidas de controle de capitais adotadas, ver Prates e De Paula (2017).

Porém, é só no ano de 2014 que se pode falar em uma segunda fase, marcada não apenas por esta piora qualitativa na composição do financiamento – agora com crescimento dos empréstimos e títulos no exterior, outros passivos e mesmo ações – mas pela resultante elevação do montante total atraído. Se observa forte aumento na captação líquida (US\$ 40 bi ou 60%) e nos *inflows* (US\$ 54 bi ou 40%) em meio ao “mergulho” no déficit em Conta Corrente e à “deterioração acentuada” do ciclo de liquidez global. Como já sugerido no Gráf. 2, a participação da América Latina (basicamente o Brasil) no total de influxos aos emergentes se eleva, com a retração sendo liderada pela China. Mais do que isso, o ano de 2014 se encerra com ganho líquido nas reservas internacionais (US\$ 10 bilhões, Gráf. 5), ao contrário da perda de 2013 e do equilíbrio em 2015.

Em suma, a segunda fase é de aumento necessário na captação externa, sugerindo que a maior capacidade de convivência com déficits correntes, mesmo em conjunturas internacionais ruins, se verificou. Os instrumentos para tal atração, e em consequência a composição dos fluxos, são pouco virtuosos. Porém, o ponto a enfatizar novamente é a ausência de restrição externa nesse sentido mais objetivo e imediato – a falta de dólares para fechar o Balanço de Pagamentos – na antevéspera do colapso do experimento desenvolvimentista e da maior recessão da história brasileira. É aqui, principalmente, que se vê a “nova realidade” e sua falta de ligação direta com a crise.

Em 2015, uma vez implementada a forte guinada na condução macroeconômica e acompanhando a rápida reversão do déficit em Conta Corrente, a Conta Financeira brasileira também se retrai, com queda de US\$ 50 bilhões (45%) em termos líquidos e US\$ 80 bilhões (40%) nos *inflows*. Isso ocorre mesmo com o forte aumento do diferencial de juros (Gráf. 7), e do barateamento dos ativos domésticos, com a queda nas cotações de mercado e a forte desvalorização da moeda nacional. Do ponto de vista geral, o Brasil parece se colar novamente na reversão acentuada do ciclo de liquidez global; mas certamente os fatores internos têm importância, com destaque para o colapso de vários setores produtivos importantes domésticos e a absoluta incerteza política que marca o ano no país.

Tudo isso considerado, a conclusão parcial é a de que, a despeito de um ambiente global progressivamente adverso, o Brasil conseguiu atrair o financiamento necessário – e, quando possível, selecionar os montantes e tipos mais desejáveis. Portanto, não se enxerga na dificuldade de financiamento externo uma razão objetiva para a crise que se aprofunda em 2015, nem para o tipo de ajuste contracionista feito naquele momento.

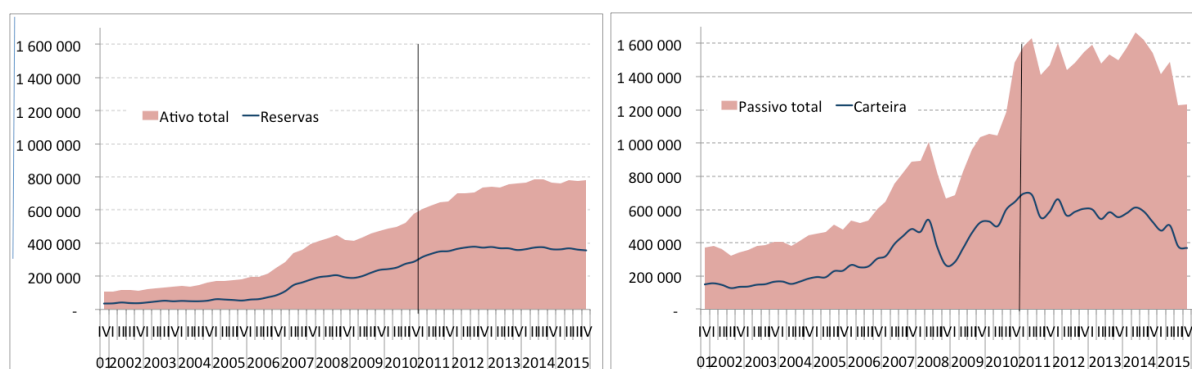
### **iii. Estoques, “desdolarização” e endividamento externo**

Se um país registra sucessivos déficits correntes, mas não vê problemas para financiá-los, a discussão sobre a sustentabilidade desloca-se dos fluxos para os estoques: sob qual forma os compromissos externos – que necessariamente se acumulam toda vez que um déficit é financiado –

estão sendo assumidos? Na resposta a essa pergunta, que passa necessariamente pela comparação dos passivos com os ativos externos, e por um detalhamento maior dos primeiros, reside a terceira dimensão da “nova realidade” do setor externo brasileiro aqui apresentada, provavelmente a que sofre as mudanças mais importantes. No Gráfico 8, observa-se a evolução longa destes dois conjuntos de estoques, e nota-se que a periodização adequada neste plano é distinta da usada nas seções anteriores.

O ativo externo brasileiro passou de aproximadamente US\$ 100 bilhões no primeiro trimestre de 2002 a US\$ 600 bilhões em 2011 e US\$ 750 bilhões no final de 2015 - sendo que a maior parte desse estoque é composta por investimentos diretos no exterior e reservas (86% em 2015).

**Gráfico 8: Estoques de ativos e passivos externos (US\$ milhões), 2001-2015**



**Fonte: Banco Central do Brasil, Séries Temporais, Tabelas Especiais. Elaboração própria.**

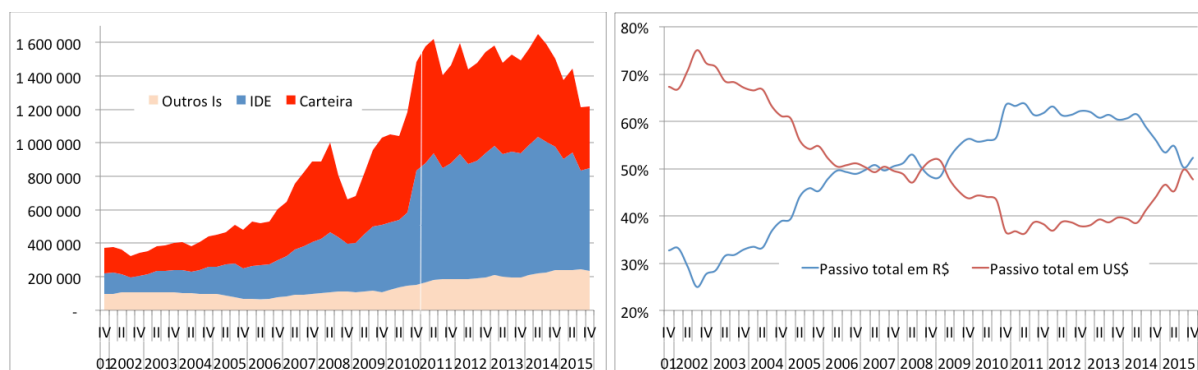
De todo modo, o que a figura ilustra mais claramente é o valor significativamente maior de passivos do que de ativos: a Posição Internacional de Investimento, resultado líquido desta comparação, esteve negativa durante todo o período. Mais do que isso, apenas o passivo na forma de investimentos de carteira esteve sempre muito acima das reservas internacionais, levando vários autores a enxergar aí uma fonte de enorme vulnerabilidade externa (por exemplo, Gonçalves, 2012). Porém, cabe observar que a PII cresce significativamente até 2011 (quando atinge o valor recorde de US\$ 1 trilhão ao final do segundo trimestre), caindo desde então com a continuidade do crescimento dos ativos e a estabilidade, com posterior queda, dos passivos. Ao final de 2015 este indicador estava em US\$-460 bilhões, o menor valor desde o segundo trimestre de 2009.

Está-se, aqui sim, diante de uma grande novidade: ao longo dos cinco anos em que durou o governo Dilma Rousseff, o déficit corrente acumulado do Brasil foi de aproximadamente US\$ 390 bilhões, e no entanto o montante de compromissos externos do país no período se **reduziu** em exatos US\$ 255 bilhões. Do ponto de vista líquido (PII), a melhora foi de expressivos US\$ 430 bilhões. Uma análise mais detida para a composição destes passivos (Gráf. 9) ajuda a iluminar esse resultado à primeira vista paradoxal.

Ao lado da forte expansão dos investimentos estrangeiros diretos (que crescem de 30% em 2002 para 45% em 2011 e 50% em 2015), o destaque é o crescimento dos passivos de carteira

(ações e títulos de renda fixa), que ganham peso relativo ao longo da década passada (atingindo 45% em 2010). Mais importante, ditam o movimento do passivo total, especialmente a partir de 2011. Se no início do governo Dilma os compromissos nesta modalidade totalizavam pouco menos de US\$ 700 bilhões (44% do total), no final de 2015 o valor havia caído para a metade disso, e sua participação para 30%, com um ponto de inflexão do movimento na metade de 2014.

**Gráfico 9: Passivos externos, por tipo (US\$ milhões) e moeda de denominação (%), 2001-2015**



**Fonte: Banco Central do Brasil, Séries Temporais, Tabelas Especiais. Elaboração própria.**

A chave para a compreensão de tal trajetória está na mudança de composição desta modalidade, com aumento expressivo das ações e títulos de renda fixa negociados no mercado doméstico. Somando-se estes passivos à parte do IDE relativa à participação no capital, tem-se o total de compromissos denominados em moeda nacional<sup>7</sup> – cuja contraposição ao passivo dolarizado está representada na figura direita do Gráf. 9. Com a “desdolarização” importante do passivo externo, a desvalorização cambial acelerada a partir de meados de 2014 (Gráf. 7) contribui para melhorar a posição externa do país, ao contrário do que ocorria em outros momentos da história. Como parte importante destes compromissos são marcados a valores de mercado, a queda nas cotações de títulos e ações também contribui para este efeito de desvalorização dos passivos. O resultado disso – detalhado empiricamente por Rosa (2016) – é que a movimentação no estoque de passivo externo da economia brasileira, e portanto de sua Posição Internacional de Investimento, descola-se completamente dos fluxos registrados no Balanço de Pagamentos<sup>8</sup>.

Tendo esta mudança fundamental e positiva como pano de fundo, a tendência de elevação do endividamento externo brasileiro (que tem gerado preocupação em analistas domésticos e internacionais<sup>9</sup>) pode ser melhor avaliada. A dívida externa bancária (na forma de “outros investimentos”) perdeu participação relativa na composição do passivo total na última década, mas se elevou recentemente: dos cerca de 30% em 2002 passa a 10% em 2011 e termina 2015 em 20%. Seu crescimento absoluto neste quinquênio é significativo (43%) mas, como visto, tem pouco peso

<sup>7</sup> Considera-se, por uma simplificação razoável, que todo o estoque de “Outros investimentos” (que são as operações bancárias), e todos os “empréstimos intercompanhia” estão denominados em moeda estrangeira.

<sup>8</sup> Ver também, a respeito, Rodrigues 2008; Biancarelli, 2012; Noije 2014; Lara; 2014.

<sup>9</sup> Além dos comentados na seção IV.ii, ver BIS (2015) e IMF (2015).

na movimentação geral do estoque. Mais do que isso, olhado através dos indicadores tradicionais de solvência e liquidez (Tabela 1), há uma piora relativa muito concentrada em 2015 (ano de forte recessão e desvalorização cambial), com aumento do serviço da dívida em relação às exportações e ao PIB e razão entre os juros e as exportações (ver também Cintra, 2015). Na maioria dos indicadores, porém, a situação ainda é muito mais confortável do que a de 2002.

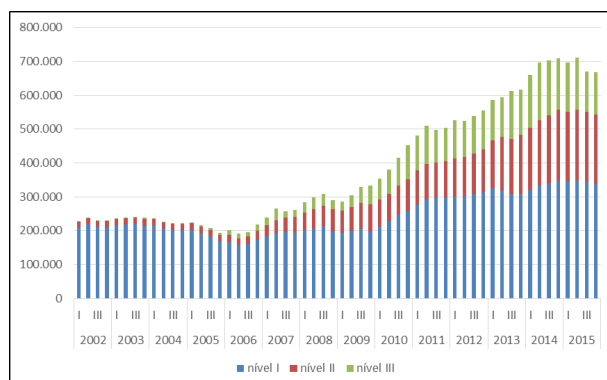
**Tabela 1: Indicadores de Vulnerabilidade Externa, Liquidez e Solvência**

	2002	2006	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Serviço da dívida/exportações (%)	82,7	41,3	22,9	20,5	22,3	30,9	29,8	65,6
Serviço da dívida/PIB (%)	9,9	5,2	2,2	2,1	2,4	3,3	2,8	7,0
Juros/exportações (%)	23,6	10,8	6,7	6,0	6,1	6,4	6,5	7,6
Passivo externo de curto prazo/ reservas	0,9	1,4	1,4	1,0	1,0	1,0	1,1	0,8
Passivo externo líquido / exportações	3,3	2,2	3,9	2,8	2,9	2,6	2,9	2,1

**Fonte: Banco Central do Brasil, Séries Temporais, Tabelas Especiais. Elaboração própria.**

Porém, nem só de créditos bancários é composto o endividamento externo. Segundo Banco Central do Brasil (2015 e 2016), o conceito de Dívida Externa pode ser subdividido em três níveis: 1) dívida externa “tradicional” (discutida até aqui); 2) dívida externa “tradicional” acrescida das operações intercompanhia; e 3) dívida externa “tradicional” acrescida das operações intercompanhia e dos títulos de renda fixa de emissão pública (a valor de mercado) e privada, inclusive aqueles liquidados em real, em posse de não residentes. É nestes dois outros níveis que se concentra a expansão dos compromissos externos, com características que amenizam os riscos tradicionalmente associados ao excesso de endividamento.

**Gráfico 10: Endividamento externo total (US\$ milhões), 2002-2015**



**Fonte: Banco Central do Brasil, Séries Temporais, Tabelas Especiais. Elaboração própria.**

Sobre a dívida externa bruta “tradicional” (nível 1), além do crescimento recente já comentado outros movimentos merecem destaque. Em termos de maturidade, a participação de compromissos de curto prazo é inferior a 20% do total nos últimos anos, tendo chegado a 10% em 2012 e encerrando 2015 em 15%. Com relação à composição, a dívida externa privada era de US\$ 84 bilhões (48% do total) em 2006, passou a US\$ 194 bilhões (65% do total) em fins de 2010 e atingiu US\$ 205 bilhões (61% do total) em 2015. Na análise por setor devedor, os bancos foram o setor



com maior participação, inclusive crescente, na dívida externa total ao longo do período (40% no início de 2011 e 44% em fins de 2015).

O crescimento do endividamento privado é ainda mais acentuado se considerado o nível 2, ou seja, incorporando os estoques de operações intercompanhia. Estas saíram da casa dos US\$ 20 bilhões em 2006 para mais de US\$ 100 bilhões em 2010 e dobra cinco anos depois. Como consequência, a dívida externa no nível 2, que no final de 2006 era de US\$ 200 bilhões, em 2015 já era superior aos US\$ 540 bilhões. A composição das operações intercompanhia em termos de prazo e unidade de denominação dos contratos também se revela favorável: uma diminuta participação de compromissos curtos (menos de 10% desde 2011 e apenas 5% no final de 2015) e cerca de 50% denominada em mercadorias, 10% na moeda doméstica e 30% em dólar. Isto se traduz em uma exigibilidade bastante reduzida, como destacado pelo BCB (2015).

Quanto ao terceiro nível (que considera também os investimentos de não residentes em títulos de renda fixa no país), repete-se o mesmo padrão: forte crescimento, mas com perfil por natureza muito menos arriscado. O estoque dessa modalidade cresceu entre 2005 e o segundo trimestre de 2014, passando de menos de US\$ 5 bilhões para quase US\$ 170 bilhões. Reduziu-se ao longo de 2015, encerrando o quarto trimestre em torno dos US\$ 125 bilhões, fruto da desvalorização cambial e do efeito que provoca, como já discutido, nos passivos externos de carteira negociados no país.

Desse modo, a dívida externa total somando-se também o nível 3 (Gráf. 10), elevou-se em mais de US\$ 500 bilhões entre o início de 2006 e o final de 2014, caindo para pouco menos de US\$ 700 bilhões ao fim do período analisado – o que de fato é um patamar alarmante: quase 40% do PIB, aproximadamente o dobro das reservas internacionais e próximo do valor total dos ativos externos do país. Assim como no caso da decomposição do passivo total e da consideração de suas características qualitativas, porém, é preciso atentar para o novo perfil deste endividamento: metade do estoque é de compromissos entre as empresas e/ou denominadas em mercadorias e moeda nacional. Exigibilidades e, principalmente, ameaças à solvência soberana, são muito menores do que experiências passadas com dívida externa.

Contudo, no plano microeconômico a elevação dos compromissos externos está longe de ser um problema menor, como será visto na próxima seção.

#### **IV. Os canais indiretos**

Mesmo não faltando dólares ao país como um todo, muito menos “poupança externa”, parece ter havido importantes desestímulos externos ao crescimento, que já se manifestam durante a “*pós-bonanza*” dos primeiros três anos de governo Dilma, e se aprofundam com a “deterioração acentuada” a partir de 2014. O atrelamento da economia brasileira aos ciclos internacionais, que é

um processo estrutural de longa data, parece fundamental para entender tais efeitos. Que são, nas duas sessões a seguir, apresentados de maneira preliminar.

#### **i. O “ciclo produtivo global”, a produção e o mercado domésticos**

Mesmo quando não tratadas a partir de automatismos ou com enfoque apenas macroeconômico, algumas análises sobre as relações entre a estrutura produtiva brasileira e os impulsos do exterior costumam partir de dois pressupostos, distintos, que condicionam a análise e conclusões. Por um lado, há um mantra no raciocínio liberal acerca do fechamento comercial da economia brasileira, medido pela relação entre comércio exterior e PIB, e que enfraqueceria as influências da economia internacional sobre a atividade doméstica. De outro, por vezes há uma aproximação da realidade brasileira à dos seus vizinhos sul-americanos, muito mais dependentes – em termos de emprego, nível de atividade e receitas fiscais – da produção de poucas *commodities*.

Tanto o peso relativamente baixo do comércio exterior no PIB quanto as tendências de re-primarização ou “desindustrialização” são fatos indisputáveis, porém por caminhos distintos, estas duas perspectivas minimizam três aspectos fundamentais para entender os processos aqui analisados: i) a ainda relevante diversificação estrutural do país, que dá à indústria um papel chave na determinação do ritmo de atividade; ii) as mudanças ocorridas na dinâmica da produção e consumo industrial, especialmente desde a recuperação pós-crise de 2008, marcadas por uma “internacionalização assimétrica”; e iii) o peso que têm as empresas multinacionais no controle das decisões de produção e investimento, em um contexto de produção global integrada e hierarquizada.

Analisar a influência do setor externo pelo lado produtivo no período recente deve partir das relações entre o comércio exterior e a demanda agregada doméstica. O impacto contracionista, definitivamente, não foi provocado por meio da redução nas exportações, assim como não haviam sido elas o elemento dinâmico na fase de crescimento (exceto, talvez, na recuperação em 2003 e 04). Vendas externas representam parte pequena do PIB brasileiro, e nesse período de fato se reduzem em linha com o resto do mundo.

Pelo lado das importações, o quadro é mais complexo, e há controvérsia se o seu aumento no período pós-crise “rouba demanda” do país. Para Serrano e Summa (2015), a tese do vazamento de demanda não se sustenta, já que teria havido apenas um pequeno aumento das importações na oferta total da economia. Squeff (2015), em sentido semelhante, mostra que a relação entre taxas de crescimento do PIB e importações é estável entre 1996 e 2013. Por sua vez, Santos *et al* (2015) encontram baixa elasticidade-câmbio de dois terços da pauta importadora do país, rejeitando a associação entre a apreciação do real, uma “invasão de importados” e, daí, a queda no crescimento.

No entanto, as considerações de Sarti e Hiratuka (2016) parecem mais importantes para os efeitos que aqui se quer destacar. Sem entrar no debate sobre a “desindustrialização” e seus

significados, é indisputável uma discrepância entre o comportamento das importações, notadamente industriais, e as demais categorias de demanda, especialmente depois da crise de 2008/09. Mais do que isso, há um descolamento mais permanente entre consumo aparente e produção doméstica, especialmente em bens intermediários, sugerindo um processo de desadensamento de cadeias produtivas. Em outras palavras, não só há uma elevação estrutural do coeficiente importado da indústria brasileira, como um aumento da restrição externa de natureza estrutural, fruto da reprimarização da pauta de exportações e da não substituição de importações (muito ao contrário).

Na perspectiva destes dois autores, ao contrário de fechamento comercial, há na verdade um aprofundamento da integração assimétrica da economia brasileira, com forte ampliação das importações disputando o mercado doméstico – que esteve ainda relativamente aquecido durante boa parte do governo Dilma – mas acesso decrescente e cada vez mais difícil das exportações industriais brasileiras ao mercado externo. Externalizou-se ainda mais o mercado interno, e o país se integra predominantemente como comprador nas cadeias globais de produção.

No ambiente internacional pós-crise, já descrito na seção II – lento crescimento e acirrada concorrência global nos mercados de manufaturados – a indústria brasileira perde dinamismo e não se recupera mais, mesmo com uma ampla e custosa política de apoio, na forma das desonerações e outros instrumentos mais integrados de incentivo. Como o núcleo da estrutura industrial é comandada pelas multinacionais – e esse processo se acentua com a forte entrada e diversificação setorial do IDE nos últimos anos – as decisões de produção e investimento ganham autonomia em relação às condições de custo e demanda domésticas, e respondem mais às estratégias globais.

Estas estiveram, já desde o princípio do governo Dilma, fortemente influenciadas pela capacidade produtiva instalada e não utilizada, notadamente no país que comanda a produção global de manufaturados (a China). Em outras palavras, a ideia aqui é a de que uma “arbitragem de capacidades ociosas” foi o principal determinante de um ciclo produtivo global que, de maneira mais intensa do que no período anterior à crise de 2008, concentrou a produção na fábrica asiática.

Este efeito sobre a economia brasileira, repita-se, não se mede apenas pelos dados da balança comercial, independe do setor exportador ter pequeno peso na atividade doméstica, e tem relação bastante distante com as taxas de câmbio vigentes em cada momento. Seu caráter é estrutural, mas parece fundamental para entender um dos grandes paradoxos do governo Dilma, que é a falta de resposta da produção e do investimento domésticos às políticas “de oferta” (juros, câmbio, preços de energia e desonerações).

## **ii. O “ciclo financeiro global” e seus efeitos sobre o crédito e a riqueza**

Na seção II deste artigo, e também na III.ii, um dos aspectos mais importantes levados em consideração foi o fato de a liquidez internacional, especialmente para as economias emergentes,

assumir um comportamento cíclico. Esta perspectiva, ponto de partida nas abordagens críticas das finanças globais, vem se consolidando também no chamado *mainstream* acadêmico e financeiro internacional, e uma das derivações mais interessantes neste plano tem no trabalho de Rey (2013) uma referência fundamental. Esta autora postula a existência de um “ciclo financeiro global”, comandado pela política monetária dos países centrais e pelo grau de aversão ao risco dos investidores globais, e que implica em movimentos simultâneos não apenas nos fluxos internacionais de capital, mas também nos mercados domésticos de crédito, particularmente de emergentes. Os processos em curso na economia global, particularmente desde a implementação do *Quantitative Easing* nos EUA e demais centros financeiros, são a “novidade” que chama a atenção destes pesquisadores.<sup>10</sup>

A relação entre as duas dimensões (externa e interna) do ciclo de liquidez tem sido trabalhada pela literatura em dois canais de influência. O primeiro seria direto, e autores ligados ao BIS (desde Borio *et al.*, 2011) vêm alertando para seus riscos. Trata-se da simples ampliação dos empréstimos bancários e emissões de títulos em moeda estrangeira no período pós-crise. A novidade seria o uso crescente de subsidiárias *offshore* (muitas vezes meros escritórios de representação) de corporações domésticas para captação no mercado internacional, e posterior repasse na forma de empréstimos intercompanhia para a unidade local (McCauley *et al.*, 2015; Avdjiev *et al.*, 2014).

Um segundo canal seria indireto e é apresentado formalmente por Bruno e Shin (2014a). Bancos de atuação global aproveitariam as condições muito favoráveis para acessar as fontes de *funding* em dólares no atacado, emprestariam para bancos domésticos que, por sua vez, forneceria o crédito em dólares para as companhias locais. Há aqui um repassador local do crédito externo, em esquema similar àquele muito utilizado no Brasil nos anos 1970, e que transfere o risco cambial para os tomadores finais do crédito.

Como já visto na seção III.iii, há evidências de que estes dois canais tenham operado de maneira importante no Brasil ao longo dos últimos anos. Em relação ao direto, além do crescimento dos empréstimos bancários, o “nível 2” de endividamento externo (relativo às operações intercompanhia) também se eleva significativamente a partir de 2010. E, do ponto de vista dos fluxos, registra-se forte crescimento do “investimento reverso” – empréstimos intercompanhia de filiais no exterior a matrizes no Brasil<sup>11</sup> – tal como alertado pelos economistas do BIS. Já sobre o canal indireto, a maior evidência está no fato de que, setorialmente, são os bancos os maiores tomadores de dívida externa e, na outra ponta, também os maiores credores.

---

<sup>10</sup> Ver Biancareli (2007) para um raciocínio semelhante, a partir de pressupostos teóricos e evidências distintas.

<sup>11</sup> Entre julho de 2010 e dezembro de 2014 os fluxos acumulados em 12 meses nessa modalidade sobem de US\$ 2 bilhões para quase US\$ 25 bilhões, em movimento só interrompido durante o período de redução do diferencial de juros na segunda metade de 2012. Em 2015 os valores caem até o patamar de US\$ 10 bilhões.

Isto, apesar de todas as qualificações necessárias (feitas na seção III.iii) acerca do menor potencial de risco cambial soberano, fragiliza os tomadores. Neste sentido, as análises de Rezende (2016), Almeida, Novais & Rocha (2016) e CEMEC (2016), não deixam margem à dúvida: com o elevado estoque de dívidas denominadas em moeda estrangeira, a desvalorização cambial (já no período 2011-2014, e mais ainda em 2015) foi um dos fatores responsáveis pelo aumento das despesas financeiras de empresas não financeiras no período, com impactos negativos sobre a rentabilidade e a taxa geral de investimentos.

De acordo com o estudo do CEMEC (2016), para um conjunto de 256 grandes empresas não financeiras de capital aberto, a proporção da dívida em moeda estrangeira em relação a dívida total aumentou de 32,7% para 53,6% entre 2010 e 2015 (desconsiderando a Petrobrás, o aumento foi de 24,2% para 35,0%). Para um conjunto de 349 grandes empresas não financeiras de capital fechado, o crescimento do endividamento em moeda estrangeira seria de 3,7% para 15,0%, no mesmo período. Contudo, como ressaltado nos próprios estudos, o endividamento externo privado está concentrado em alguns setores (particularmente aqueles com *hedge* natural) e principalmente nas grandes empresas de capital aberto, sendo mais um problema “microeconômico” ou setorial.

Desta maneira, mesmo não havendo “escassez de dólares” – para o país como um todo, como visto, não há problema de solvência externa, liquidez ou *currency mismatch* agregado – o tamanho e o serviço da dívida em dólares impactam negativamente as decisões de investimento e produção. Ao contrário dos efeitos sugeridos na subseção anterior (relativos à influência do ciclo produtivo global), este fator deve ter tido mais peso no colapso em 2015 do que na desaceleração até 2014, assim como parecem fundamentais para entender as sérias dificuldades de retomada do dinamismo em 2016 e 17, mas esta é uma das hipóteses aqui apresentadas para investigações futuras.

Outra, também referente ao ciclo financeiro global, se refere à provável existência de um terceiro canal de influência sobre o crédito doméstico – e os compromissos financeiros em geral –, ainda mais indireto e talvez com importância maior para o Brasil. Seria o “canal dos colaterais” ou, na expressão de Bruno e Shin (2014b), o canal da “assunção de riscos”. Em fases de alta propensão ao risco e elevada liquidez global proporcionadas pela política monetária central ultra-expansionista, aumenta a alavancagem dos agentes financeiros mundo afora, mesmo aqueles que não estão diretamente envolvidos com operações financeiras transfronteiras ou com risco cambial.

Isto porque, conforme também comentado por Rey (2013) e constatado empiricamente por Miranda-Agripino e Rey (2015), uma vasta gama de preços de ativos de risco também estão relacionados com o ciclo financeiro global. Moedas, ações, *commodities*, imóveis, oscilam em grande parte junto com as duas variáveis fundamentais: o VIX e a *Fed Funds Rate*. Assim sendo, o valor total das diferentes denominações para os estoques de riqueza, que servem de colateral para operações de crédito (mas também para novas emissões de títulos, ações etc.) também é cíclico.

Para um país como o Brasil, dois fatores parecem reforçar este terceiro canal. Em primeiro lugar, a importância da produção de *commodities* (que se é moderada para o emprego e a atividade, é fundamental para as cotações do mercado acionário e vinham impactando de maneira crescente as taxas de investimento). Em segundo, o fato da moeda brasileira ser a mais sensível ao ciclo de liquidez internacional.<sup>12</sup> Em geral (conforme também apontado na literatura aqui citada), mas particularmente no caso brasileiro, a flexibilidade do regime cambial acentua (e não inibe, como se poderia pensar) os efeitos do ciclo de liquidez sobre as finanças domésticas.

Quando se observa o comportamento das cotações de ações no Brasil, e o próprio comportamento do crédito doméstico – que foi “esticado” pela forte atuação dos bancos públicos mas já vinha perdendo dinamismo mesmo antes da crise – encontram-se evidências deste mecanismo indireto atuando de maneira decisiva sobre as finanças domésticas, e delas para o crescimento do PIB, durante o governo Dilma. E aqui certamente com muito maior intensidade a partir de 2014 do que anteriormente.

## V. Considerações finais

São dois os conjuntos de resultados apresentados neste artigo, e que apontam para direções distintas na reflexão sobre o setor externo no governo Dilma e seu papel na crise atual. À primeira vista, a “nova realidade” do setor externo brasileiro, que pode ser resumida em quatro conclusões.

Em primeiro lugar, deve-se levar em conta que o cenário internacional enfrentado nesta gestão foi, em quase todo o primeiro mandato, marcado por um ambiente relativamente favorável (“*pós-bonanza*”) no que se refere aos preços de *commodities* e ao ciclo de liquidez; deteriorando-se de maneira rápida e intensa a partir de meados de 2014.

Em segundo lugar, o comportamento da Conta Corrente brasileira sofre as consequências do cenário internacional e da conjuntura macroeconômica doméstica, mas também de processos de regressão estrutural mais antigos. Do ponto de vista contábil, tem-se até o fim de 2013 uma estabilidade do déficit (em patamares geralmente muito arriscados e influenciada pela contabilização excepcional de “lucros reinvestidos”), que se aprofunda violentamente em 2014 e reverte-se com o ajuste doméstico em 2015.

Em terceiro lugar, refletindo a “nova realidade”, foi possível ao país financiar seus déficits nas diferentes conjunturas externas: até 2013 reduzindo e selecionando de maneira intencional os fluxos atraídos; em 2014 elevando fortemente tal absorção diante das maiores necessidades e mesmo diante da reversão forte do ciclo de liquidez global; em 2015 sofrendo mais intensamente os efeitos deste cenário, mas já diante de uma necessidade menor.

---

<sup>12</sup> Ver a respeito Rossi (2016), especialmente cap. 5.

Por fim, a quarta conclusão se refere aos estoques, particularmente de passivos externos, e também revela novidades positivas para a histórica vulnerabilidade brasileira: grande parte dos compromissos está denominada em moeda nacional e/ou se refere a dívidas intra-empresas, com efeitos muito favoráveis sobre o risco de uma insolvência soberana. Ou, dito de outro modo, a forte elevação do endividamento externo recente parece ser um problema muito mais das empresas envolvidas do que do país como um todo.

Por outro lado, se fazem sentido as hipóteses levantadas na seção IV., acerca do atrelamento da produção e das finanças locais aos ciclos internacionais, suas implicações são profundas e transcendem em muito a explicação para o colapso da economia brasileira na gestão presidencial interrompida no início de 2016. Seu caráter parece muito mais estrutural, e o enfrentamento de seus efeitos sobre o nível de atividade e as próprias possibilidades de desenvolvimento do país envolveria muito mais do que correções em preços macroeconômicos chave. Esta talvez seja a agenda de reflexão mais difícil e importante sobre o setor externo, ao lado do acompanhamento da “nova realidade” aqui descrita.

## **VI. Referências**

ALMEIDA, J. S. G; NOVAIS, L. F; ROCHA, M. A. A Fragilização Financeira das Empresas Não Financeiras no Brasil Pós-Crise. Texto para a Discussão IE-UNICAMP. 2016.

AVDJIEV, S; CHUI, M. E SHIN, H. S. Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows. BIS Quarterly Review, December 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Nota Metodológica nº 4. 2015. Disponível no sitio do Banco Central do Brasil.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Implementação da 6ª edição do Manual do Balanço de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional do FMI (BPM6) nas Estatísticas de Setor Externo. Apresentação realizada pelo Departamento Econômico – Divisão do Balanço de Pagamentos. 2016

BARBOSA FILHO, F. H, e PESSOA, S. Desaceleração recente da economia. (2014) In: CDPP *op. cit.*, 2014.

BIANCARELI, A. Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira. Campinas: IE/Unicamp, tese de doutoramento, 2007.

BIANCARELI, A. *Uma Nova realidade do setor externo brasileiro, em meio à crise internacional*. Texto para Discussão n. 13, RedeD, 2012.

BIANCARELLI, A. M.. Constrangimentos externos, de natureza financeira, ao desenvolvimento: um olhar dissidente sobre o Brasil no cenário pós-bonança. In: CGEE. (Org.). Dimensões estratégicas do desenvolvimento brasileiro. Vol. 5 - Continuidade e mudança no cenário global: desafios à inserção do Brasil..Brasília: CGEE, 2016.

BORIO, C; McCAULEY, R; McGUIRE, P. Global Credit and Domestic Credit Booms. BIS Quarterly Review, 2011.

- BRESSER-PEREIRA, L.C; NAKANO, Y.. “Crescimento Econômico com poupança externa?”. *Revista de Economia Política*, Vol. 23, n.2, 2003.
- BRESSER-PEREIRA, L.C; GALA, P. “Foreign savings, insufficiency of demand and low growth”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 30, n.3, 2008.
- BRUNO, V; SHIN, H. S. Cross-Border Banking and Global Liquidity. BIS Working Papers n. 458, 2014a.
- BRUNO, V; SHIN, H. S. Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, p. 119-132, 2014b.
- CEMEC (Centro de Estudos do Instituto IBMEC). Endividamento das Empresas Brasileiras: Metade das Empresas não gera caixa para cobrir despesas financeiras em 2015/2016. Nota CEMEC 06/2016.
- CDPP (Centro de Debate de Políticas Públicas). Coletânea de capítulos da agenda “Sob a luz do sol”. 2014. (disponível em <https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2014/09/Coletanea-capitulos-Sob-a-Luz-do-Sol-final.pdf>)
- CINTRA, M. A. M. “O financiamento das contas externas brasileiras: 1995-2014” In: SQUEFF, G. (org.) *Dinâmica macrossetorial brasileira*. Brasília: IPEA, 2015.
- March/2017.
- FUNDAÇÃO DE COMÉRCIO EXTERIOR- FUNCEX. Acesso em fevereiro/2017.
- GONÇALVES, R. Ciclo econômico global e vulnerabilidade externa estrutural do Brasil. Mimeo. 2012
- LARA, F. M. Comportamento do passivo externo líquido brasileiro entre 2001 e 2013: o papel dos fatores patrimoniais. *Indicadores Econômicos FEE (Online)*, v. 42, p. 9-22, 2014.
- LARA, F. As contribuições à desaceleração do crescimento no Brasil (2011-14). *Indic. Econ. FEE*, Porto Alegre, v. 43, n. 2, p. 23-40, 2015.
- MCCAULEY, R.; MCGUIRE, P. e SUSHKO, V. Dollar credit to emerging market economies. *BIS Quarterly Review*, December 2015.
- MESQUITA, M. A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo. In: CDPP *op. cit.*, 2014.
- MIRANDA-AGRIPINO, S. E REY, H. World asset markets and the global financial cycle. NBER Working Paper 21722, 2015.
- NOIJE, P. V. Vulnerabilidade externa e composição da posição internacional de investimentos: Brasil 2001-2010. *Revista de Economia Política*, 2014.
- OCAMPO, J.A. La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana, *Revista de la Cepal*, n. 93, dec., 2007.
- OREIRO, J.L; PAULA, L.F; BASILIO, F. (orgs.). *Macroeconomia do Desenvolvimento: ensaios sobre restrição externa, financiamento e política macroeconômica*. Recife: Editora Universitária UFPE, 2012.
- PASTORE, A. C. e PINOTTI, M. C. Demografia, reformas e bonança externa. In: CDPP *op. cit.*, 2014.
- PRATES, D.M.; DE PAULA, L. F. Capital account regulation in Brazil: an assessment of the 2009-2013 period. *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 37, nº 1 (146), pp. 108-129 January-
- REY, H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. *National Bureau of Economic Research, Working Paper 21162*, 2013



- REZENDE, F. Financial Fragility, Instability and the Brazilian Crisis: a Keynes-Minsky-Godley approach. MINDS Discussion Paper nº 1. 2016
- RODRIGUES, T. P. F. Política monetária, inflação e setor externo: ensaios de macroeconomia aplicada (capítulo 4 – A composição do passivo externo brasileiro e o processo de ajuste externo). Tese (Doutorado) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.
- ROSA, R. S. Passivo externo e "desdolarização": a vulnerabilidade externa brasileira em mutação. Campinas: IE/Unicamp, dissertação de mestrado, 2016.
- ROSSI, P.. Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação. 1. ed. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2016
- SANTOS, C.H.; CIEPLINSKI, A.; PIMENTEL, D.; BHERING G. “Por que a elasticidade-câmbio das importações é baixa no Brasil? Evidências a partir das desagregações das importações por categorias de uso.” Apresentação em IPEA encontro. 2015.
- SARTI, F. e HIRATUKA, C. Assimetrias no processo de internacionalização da economia brasileira no século XXI. In: Helena M. M. Lastres; José Eduardo Cassiolato; Gabriela Laplane; Fernando Sarti. (Org.). O futuro do desenvolvimento: ensaios em homenagem a Luciano Coutinho. Campinas: UNICAMP, IE, 2016.
- SERRANO, F.; SUMMA, R. Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014. Center for Economic and Policy Research. Agosto, 2015.
- SQUEFF, G. “Rigidez produtiva e importações no Brasil: 1995-2009.” In: SQUEFF, G. (org.) *op. cit.*, 2015.