



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Igor Faria de Araujo

O PAPEL DO SETOR EXTERNO NO CRESCIMENTO BRASILEIRO  
ENTRE 2003 E 2015

Rio de Janeiro

2021

Igor Faria de Araujo

O PAPEL DO SETOR EXTERNO NO CRESCIMENTO BRASILEIRO  
ENTRE 2003 E 2015

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado à  
Escola de Economia da Universidade Federal  
do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos  
necessários à obtenção do título de Bacharel em  
Economia

Orientador: Prof. Rodrigo Vergnhanini

Rio de Janeiro

2021

## CIP - CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO

FA663p Faria de Araujo, Igor  
O Papel do Setor Externo no Crescimento  
Brasileiro entre 2003 e 2015 / Igor Faria de  
Araujo. -- Rio de Janeiro, 2021.  
67 f.

Orientador: Rodrigo Vergnhanini.  
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -  
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto  
de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2021.

1. Setor Externo. 2. Contribuição para o  
Crescimento. 3. Restrição Externa. I. Vergnhanini,  
Rodrigo, orient. II. Título.

IGOR FARIA DE ARAUJO

O PAPEL DO SETOR EXTERNO NO CRESCIMENTO BRASILEIRO ENTRE 2003 E  
2015

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 12/22/2021.

---

RODRIGO VERGNHANINI - Presidente  
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

---

MARIA ISABEL BUSATO  
Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

---

LEANDRO GOMES DA SILVA  
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

Dedico este trabalho aos meus pais e à minha avó, as pessoas mais importantes da minha vida.

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de agradecer primeiramente a todos da minha família que sempre me proporcionaram suporte e cuidado quando eu precisava. Em especial, agradeço muito à minha mãe Maria Lucia que sempre esteve comigo nos momentos difíceis, ao meu pai Gilmar Luiz pela sua incrível presença na minha vida e à minha companheira Rachel Chagas por me ajudar em qualquer momento de dificuldade.

Agradeço também a todos os meus amigos com quem compartilhei e compartilho momentos de felicidade que são de vital importância nesta vida. Sou extremamente grato pelo conhecimento, experiências e aprendizado trocados com cada um.

A todo o corpo de docentes da UFRJ que me passaram uma quantidade imensurável de conhecimento e aprendizado e, em especial, agradeço ao meu orientador, Rodrigo Vergnhanini pela sua experiência e sua incrível paciência para me ajudar nessa Monografia.

Por fim, agradeço a todos os membros da secretaria de graduação, em especial à Anna Lucia por estar sempre disposta em me ajudar em todos os momentos em que foi necessário.

## RESUMO

Este trabalho tem o objetivo de analisar o papel que o setor externo teve no desempenho econômico do Brasil entre os anos de 2003 e 2015. Foi feito um mapeamento da literatura sobre o período em questão, visando avaliar os canais através dos quais a economia internacional pode impactar a economia doméstica. Identificou-se que o setor externo afeta o mercado interno principalmente por meio de dois efeitos: um indireto, através do financiamento internacional, relaxando ou ampliando a restrição externa ao crescimento; e um efeito direto, por meio das exportações atuando como fonte de demanda. Assim, realizou-se uma análise do Balanço de Pagamentos e da Posição Internacional de Investimentos do Brasil, com o objetivo de dimensionar o efeito indireto e utilizou-se um método de cálculo das contribuições para o crescimento dos componentes da demanda agregada, para avaliar o efeito direto. Foi demonstrado que o setor externo atuou primariamente por meio do efeito indireto, provendo financiamento internacional e, dessa forma, relaxando a restrição externa ao crescimento do mercado doméstico, cabendo à absorção doméstica liderar o crescimento brasileiro. Também verificou-se que a desaceleração da economia, que ocorreu a partir do ano de 2011, não foi causada por escassez de divisas, mas sim pela redução da contribuição da absorção doméstica para o crescimento. Portanto, a conclusão chegada é que o setor externo teve um papel importante no crescimento através do efeito indireto e que a principal causa para a aceleração e desaceleração da economia foram mudanças de política econômica.

**Palavras-chave:** Setor externo; Contribuição para o crescimento; Restrição externa

## ABSTRACT

The purpose of this work is to analyze the role which the external sector on the economic performance of Brazil between 2003 and 2015. A general reading of the literature about this period was done aiming to identify the ways that the international economy can impact the domestic economy. It has been identified that the external sector affects the internal market mainly through two effects: an indirect one, through international funding, relaxing or enlarging the external restraint; and a direct one, through the exports acting as a source of demand. Then, an analysis of the Balance of Payments and the International Investment Position has been done, aiming to scale the indirect effect, and the contribution to the growth of the components of the aggregate demand has been calculated, aiming to scale the direct effect. It has been shown that the external sector acted primarily through the indirect effect, providing international funding and then relaxing the external restraint to the growth of the domestic market, leaving to the final domestic demand the role of leading the growth. Also, it has been shown that the decline of Brazilian growth has not been caused by lack of international currency, but by the decline of the contribution of final domestic demand to growth. Therefore, it has been concluded that the external sector had an important role on Brazilian growth through the indirect effect and the main causes for the increase and the decline of the economic growth have been the changes in the economic policy.

**Keywords:** External sector; Contribution to growth; External constraint.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Taxa de Crescimento do PIB Acumulada em 12 Meses (2003 a 2010).....	19
Gráfico 2 – Índice de Preço das <i>Commodities</i> (2016 = 100, 2003 a 2010).....	22
Gráfico 3 – Fluxos de Capital de Não Residentes para Emergentes (2003 a 2012).....	23
Gráfico 4 – Transações Correntes e Principais Subcontas (% do PIB, 2003 a 2010) .....	25
Gráfico 5 – Exportações Acumuladas em 12 Meses (US\$ Milhões, 2003 a 2010), Preço e <i>Quantum</i> Exportações Totais (Índice 2006 = 100, 2003 a 2010).....	26
Gráfico 6 – Importações Acumuladas em 12 Meses (US\$ Milhões, 2003 a 2010), Preço e <i>Quantum</i> Importações Totais (Índice 2006 = 100, 2003 a 2010).....	28
Gráfico 7 – Conta Financeira e Principais Subcontas (% do PIB, 2003 a 2010) .....	30
Gráfico 8 – Variação das Reservas Acumulada em 12 Meses (US\$ Milhões, 2003 a 2010) ..	32
Gráfico 9 – Composição do Passivo Externo Brasileiro (2003 a 2010).....	34
Gráfico 10 – Dívida Externa e Ativos de Reserva (US\$ Milhões, 2003 a 2010).....	35
Gráfico 11 – Contribuição da Absorção Doméstica e do Setor Externo (Acumulado em 12 Meses, 2003 a 2010).....	40
Gráfico 12 – Taxa de Crescimento do PIB Acumulada em 12 Meses (2011 a 2015).....	42
Gráfico 13 – Índice de Preço das <i>Commodities</i> (2006 = 100, 2011 a 2015).....	45
Gráfico 14 – Fluxos de Capital de Não Residentes para Emergentes (2007 a 2015).....	46
Gráfico 15 – Transações Correntes e Principais Subcontas (% do PIB, 2011 a 2015) .....	47
Gráfico 16 – Exportações Acumuladas em 12 Meses (US\$ Milhões, 2011 a 2015), Preço e <i>Quantum</i> Exportações Totais (Índice 2006 = 100, 2011 a 2015).....	48
Gráfico 17 – Importações Acumuladas em 12 Meses (US\$ Milhões, 2011 a 2015), Preço e <i>Quantum</i> Importações Totais (Índice 2006 = 100, 2011 a 2015).....	50
Gráfico 18 – Conta Financeira e Principais Subcontas (% do PIB, 2011 a 2015) .....	53
Gráfico 19 – Variação das Reservas Acumulada em 12 Meses (US\$ Milhões, 2011 a 2015)	55
Gráfico 20 – Composição do Passivo Externo Brasileiro (2011 a 2015).....	57
Gráfico 21 – Dívida Externa e Ativos de Reserva (US\$ Milhões, 2011 a 2015).....	58
Gráfico 22 – Contribuição da Absorção Doméstica e do Setor Externo (Acumulado em 12 Meses, 2011 a 2015).....	59
Gráfico 23 – Contribuição da Absorção Doméstica Líquida do Efeito Redutor das Importações e das Exportações (Acumulado em 12 Meses, 2003 a 2010) .....	67
Gráfico 24 – Contribuição da Absorção Doméstica Líquida do Efeito Redutor das Importações e das Exportações (Acumulado em 12 Meses, 2010 a 2015) .....	67

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Dados Sobre o Cenário Internacional (2003 a 2010).....	21
Tabela 2 – <i>Quantum</i> Exportado Por Categoria (Índice 2006 = 100, Variação em Relação ao Ano Anterior, 2003 a 2010).....	27
Tabela 3 – <i>Quantum</i> Importado por Classe de Utilização (Índice 2006 = 100, Variação em Relação ao Ano Anterior, 2003 a 2010) .....	29
Tabela 4 – Posição Internacional de Investimento (US\$ Milhões, 2003 a 2010) .....	33
Tabela 5 – Dados Sobre o Cenário Internacional (2011 a 2015).....	44
Tabela 6 – <i>Quantum</i> Exportado Por Categoria (Índice 2006 = 100, Variação em Relação ao Ano Anterior, 2011 a 2015).....	49
Tabela 7 – <i>Quantum</i> Importado por Classe de Utilização (Índice 2006 = 100, Variação em Relação ao Ano Anterior, 2011 a 2015) .....	51
Tabela 8 – Posição Internacional de Investimento (US\$ Milhões, 2011 a 2015) .....	56
Tabela 9 – Indicadores de Vulnerabilidade, Liquidez e Solvência .....	59

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>1 O SETOR EXTERNO E DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA .....</b>	<b>12</b>
1.1 INTERPRETAÇÕES SOBRE O PAPEL DO SETOR EXTERNO NO DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO 2003 A 2010 .....	12
1.2 INTERPRETAÇÕES SOBRE O PAPEL DO SETOR EXTERNO NO DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO 2011 A 2015 .....	14
<b>2 CENÁRIO INTERNACIONAL, CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS E CONTRIBUIÇÕES PARA O CRESCIMENTO NO PERÍODO 2003 A 2010 ....</b>	<b>19</b>
2.1 CENÁRIO INTERNACIONAL .....	20
2.2 ANÁLISE DAS CONTAS EXTERNAS .....	24
2.2.1 Transações Correntes e Principais Subcontas .....	25
2.2.2 Conta Financeira e Principais Subcontas.....	30
2.2.3 Análise Patrimonial .....	33
2.3 CONTRIBUIÇÕES PARA O CRESCIMENTO.....	36
2.3.1 Método de Cálculo das Contribuições .....	37
2.3.2 Análise das Contribuições .....	40
<b>3 CENÁRIO INTERNACIONAL, CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS E CONTRIBUIÇÕES PARA O CRESCIMENTO NO PERÍODO 2011 A 2015 ...</b>	<b>42</b>
3.1 CENÁRIO INTERNACIONAL .....	43
3.2 ANÁLISE DAS CONTAS EXTERNAS .....	47
3.2.1 Transações Correntes e Principais Subcontas .....	47
3.2.2 Conta Financeira e Principais Subcontas.....	53
3.2.3 Análise Patrimonial .....	56
3.3 CONTRIBUIÇÕES PARA O CRESCIMENTO.....	59
3.3.1 Análise das Contribuições .....	59
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>62</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>65</b>
<b>APÊNDICE A – CONTRIBUIÇÃO DA ABSORÇÃO DOMÉSTICA LÍQUIDA DO EFEITO REDUTOR DAS IMPORTAÇÕES .....</b>	<b>67</b>

## INTRODUÇÃO

A partir da crise brasileira dos anos de 2015 e 2016, o país tem tido dificuldades para reencontrar uma nova trajetória de crescimento. A recessão nestes anos, marcou o fim dos governos petistas e possui peculiaridades próprias que chamam a atenção. Diferente das crises anteriores, nas quais ocorria o filme já clássico da economia brasileira, isto é uma fase de uma conjuntura internacional favorável que se reverte de maneira repentina gerando maxidesvalorização cambial e recessão. Desta vez, a escassez de divisas não se fez presente em nenhum dos momentos anteriores à queda do produto.

Estimulado por essa peculiaridade, este trabalho procura refletir sobre os impactos que o setor externo teve na trajetória do crescimento da economia brasileira de 2003 até a recessão observada no ano de 2015. Esse recorte temporal se justifica por ser o último período de crescimento sustentado que o país apresentou nos anos recentes. Além disso, ocorreram mudanças importantes na situação patrimonial do país que alteraram a resiliência da economia brasileira a crises internacionais. A análise a seguir está dividida em dois subperíodos, de 2003 a 2010 e de 2011 a 2015, essa divisão foi feita devido a dois fatores: em primeiro lugar o comportamento do mercado interno, no primeiro período, ocorre uma aceleração do crescimento enquanto no segundo, uma desaceleração seguida de uma recessão; em segundo lugar, é a alternância de governos e de política econômica.

Para realizar essa análise, serão utilizados os dados das contas externas brasileiras como também as contribuições dos componentes da demanda agregada para o crescimento. A partir dessas duas frentes, é possível avaliar tanto o efeito indireto do setor externo sobre o crescimento, através do relaxamento da restrição externa, como o efeito direto via exportações, servindo como demanda para a produção doméstica.

A primeira hipótese de fundo desse trabalho é de que o setor externo atuou primariamente de forma indireta no crescimento brasileiro do período, promovendo o relaxamento da restrição externa. A segunda é que o setor externo não foi um componente fundamental para se explicar a desaceleração da economia brasileira a partir de 2011 e a recessão em 2015.

Este trabalho está dividido em mais três capítulos, além desta introdução. No primeiro capítulo, se fará um mapeamento da literatura sobre o período, procurando destacar o papel atribuído ao setor externo no desempenho econômico do país e os principais canais através dos quais o cenário internacional influencia a economia doméstica. O segundo capítulo abordará o período de 2003 a 2010 e possui três seções, a primeira fará uma breve caracterização do contexto internacional, na segunda será realizada uma análise das contas externas brasileiras e na terceira seção, se faz uma reflexão sobre as contribuições dos componentes da demanda agregada para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB). O terceiro capítulo aborda o período de 2011 a 2015 e está dividido da mesma forma que o segundo. Por fim, seguem as considerações finais do trabalho.

## **1 O SETOR EXTERNO E O DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA**

Este capítulo fará um breve mapeamento da literatura sobre o período analisado, visando destacar o papel atribuído ao setor externo no desempenho econômico apresentado pela economia brasileira.

### **1.1 INTERPRETAÇÕES SOBRE O PAPEL DO SETOR EXTERNO NO DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO 2003 A 2010**

Durante os governos Lula, o papel do setor externo pode ser dividido em duas fases distintas: a primeira que dura de 2003 a 2005, em que o setor externo atua como um importante motor do crescimento econômico; e a segunda que vai de 2006 a 2010, na qual o setor externo progressivamente perde espaço para a demanda doméstica.

Segundo Serrano e Summa (2012), o crescimento brasileiro observado no início do primeiro mandato do presidente Lula foi puxado pelas exportações. Os autores apontam que esse resultado ocorreu devido a uma combinação de vários fatores, sendo estes: o diferencial positivo entre os juros domésticos e internacionais; a contração fiscal ocorrida durante o período; o efeito defasado da desvalorização cambial, gerada pelo aumento da incerteza durante o período eleitoral; o crescimento do comércio internacional juntamente com a melhora dos termos de troca da economia brasileira; e, por fim, o grande fluxo de capitais em direção ao Brasil. Diante desse cenário, a absorção doméstica (definida como a soma do consumo das famílias com os gastos do governo e os investimentos) se encontrou prejudicada, cabendo às exportações puxar o crescimento da economia brasileira. Além disso, devido aos mesmos fatores já citados, ocorreu uma melhora substancial nas contas externas brasileiras e, como consequência, passou a haver uma tendência de apreciação do real, que se manterá durante os dois mandatos do governo Lula.

Ainda segundo Serrano e Summa (2012), ocorreu uma mudança de postura do Governo Federal com relação à política econômica, a partir de meados de 2006, com a mesma passando a se tornar mais expansionista. Torna-se mais clara a adoção do modelo de crescimento caracterizado por Bielschowsky e Souza (2010), baseado na produção e no consumo de massa que tinha como pilares o crescimento, a estabilidade de preços e a redistribuição de renda. Desse momento em diante, as exportações passam a perder importância e a absorção doméstica começa a ser o elemento dinâmico que lidera o crescimento do brasileiro.

A apreciação real da moeda brasileira fruto dos fatores já mencionados não ocorreu sem custos para a economia. Como aponta Giambiagi (2005), mesmo com a melhoria dos termos de troca, a combinação de apreciação cambial, crescimento do PIB e o forte predomínio da absorção doméstica levou a uma tendência contínua e gradual de deterioração da posição externa do país, como é representado pelo saldo em Transações Correntes. Esse cenário fez com que os saldos positivos do Balanço de Pagamentos (BP) fossem resultado do desempenho da Conta Financeira, e em especial, de forma crescente dos capitais de curto-prazo.

Aproveitando-se do grande fluxo de capitais que tinha como destino o Brasil e para conter a apreciação excessiva do real, o governo adotou uma política de acumulação de reservas internacionais procurando reduzir a vulnerabilidade da economia brasileira a crises internacionais, apesar dos altos custos fiscais desta medida. Essa postura teve impactos relevantes sobre as condições externas da economia brasileira. Como demonstra Biancarelli (2012), ocorreu uma mudança profunda na relação entre o setor externo e a economia doméstica. Durante esse período, através do acúmulo contínuo de reservas, o Brasil passa a ser um credor líquido em dólares. Essa novidade traz um fenômeno inédito, observado durante a Crise de 2008, momento em que ocorreu uma forte desvalorização do real, a dívida pública líquida se reduziu e não se elevou como sempre acontecia historicamente.

Outro fator importante que é válido mencionar, é que, de acordo com Giambiagi (2005), os resultados positivos da balança comercial brasileira impressionam mais pelo valor do que pelo *quantum*. Os superávits observados se devem muito mais ao aumento do preço do que à elevação das quantidades exportadas. Bielschowsky e Souza (2010) também chamam atenção para a estagnação do *quantum* das exportações de manufaturados a partir de 2006, encerrando o ciclo de expansão das mesmas.

Morceiro (2016) traz ainda um conjunto de dados setoriais que apontam para a ocorrência de um grande vazamento da demanda doméstica por produtos industriais via importações. Além disso, vários setores durante o período caminharam da indústria de transformação para a indústria de montagem. Chama a atenção que o vazamento e o processo de mudança da indústria, foram ambos mais intensos nos setores de alta ou média alta intensidade tecnológica. O mesmo autor afirma que a desindustrialização (redução da participação da indústria no PIB) é fruto da perda de competitividade da indústria brasileira, e não de uma mudança da composição da demanda para o setor de serviços como o ocorrido nos países centrais.

Existe uma certa convergência na literatura com relação ao papel do setor externo na economia brasileira durante os mandatos do governo Lula. Ocorreu um primeiro momento no qual as exportações constituem o componente mais dinâmico da demanda, puxando o crescimento. Depois um segundo momento, onde, devido aos fatores já citados, as exportações perdem participação e a absorção doméstica passa a liderar a expansão do mercado doméstico. Dessa forma, o setor externo durante esse período atuou mais sancionando o crescimento doméstico através do relaxamento da restrição externa, devido ao cenário internacional favorável, mesmo após a crise em 2008, do que estimulando a economia diretamente por meio das exportações.

## 1.2 INTERPRETAÇÕES SOBRE O PAPEL DO SETOR EXTERNO NO DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO 2011 A 2015

O desempenho econômico durante os mandatos do governo Dilma contrasta com o de seu antecessor. No período anterior, o Brasil ostentou taxas crescentes de expansão do PIB, com exceção do ano de 2009. Já entre 2011 e 2014, o país apresentou uma redução consistente da taxa de crescimento até à recessão em 2015.

Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017) apontam que, do ponto de vista do setor externo, o governo Dilma pode ser separado em duas fases distintas. A primeira denominada de “pós-bonança” e a segunda qualificada como “tempestade perfeita”.

Com relação à primeira fase, essa se caracteriza como uma remontagem do cenário internacional favorável presenciado pelo presidente Lula no período anterior à Crise de 2008, mesmo que em patamares inferiores. O menor dinamismo dessa fase se explica pela diminuição da demanda norte-americana, da qual a economia chinesa era a maior beneficiada e transmissora ao redor do mundo. A China, passou a compensar essa redução de vendas para o mercado americano, atuando com maior agressividade nos outros mercados tornando a concorrência muito mais acirrada. Dessa forma, a alta capacidade ociosa chinesa atuou como um desincentivo às decisões de investimento e produção no resto do mundo.

A permanência do crescimento chinês, fez com que os preços internacionais das *commodities* permanecessem em patamares historicamente elevados, mesmo que abaixo do auge observado anteriormente. Como resultado, os termos de troca da economia brasileira ainda eram favoráveis durante o primeiro mandato do governo Dilma. Ainda sobre a fase “pós-bonança”, devido às políticas monetárias altamente expansionistas dos países centrais como resposta à crise, as taxas de juros internacionais permaneceram em níveis historicamente muito baixos, o que reconstruiu o cenário de ampla liquidez internacional presente no período pré-crise.

Contudo, ainda segundo Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017), esses dois fatores positivos do período “pós-bonança”, a alta liquidez internacional e os elevados preços das *commodities*, se revertem de forma acentuada em meados de 2014. Inicia-se a segunda fase, denominada de “tempestade perfeita”, presenciada pelo governo Dilma e que se seguiu nos anos de 2015 e 2016. A reversão do cenário foi causada pelas sinalizações de normalização da política monetária norte-americana e pela desaceleração do crescimento chinês. Portanto, nesta segunda fase, os sinais advindos da economia internacional são negativos, diferentemente da anterior, que durou quase todo primeiro mandato da presidente Dilma. No entanto, essa mudança do cenário internacional não é capaz de explicar unilateralmente a desaceleração e a subsequente crise observadas na economia brasileira durante o período.

A participação do setor externo tanto na desaceleração quanto na crise em 2015 é um motivo de debate na literatura, mas seu papel é sempre discreto. Serrano e Summa (2015), Lara (2015), como também Barbosa Filho e Pessoa (2014), defendem que as razões para a desaceleração e a crise da economia brasileira foram domésticas. Enquanto Carneiro (2017) chama atenção para o efeito negativo do setor externo como sendo parte de um conjunto mais amplo de fatores políticos e econômicos que levaram ao fim do ciclo de crescimento.

Segundo Serrano e Summa (2015), o setor externo pode impactar a economia doméstica, tradicionalmente, via dois canais: diretamente via exportações, atuando como fonte de demanda agregada; e outro, indiretamente fornecendo divisas para o afrouxamento da restrição externa ao crescimento do mercado interno. Ainda segundo os autores, do ponto de vista do financiamento internacional não houve em nenhum momento, a partir de 2011, uma escassez de divisas, o que ocorreu foi sempre um excesso. O país foi capaz de financiar durante todo o período seu déficit em Transações Correntes com facilidade. Pela via das exportações, ocorreu de fato uma queda, mas devido ao baixo peso que as mesmas tem na demanda agregada total, essa redução foi pequena demais para explicar a desaceleração no crescimento do PIB e a contração posterior. Os autores ainda afirmam que a tese de vazamento da demanda não se sustenta pois teria havido somente um pequeno aumento das importações na oferta total da economia brasileira.

Dessa forma, tanto para Serrano e Summa (2015) quanto para Lara (2015), a causa para a desaceleração da economia foi uma mudança de política econômica a partir de 2011, com a elevação da taxa de juros e a adoção de um conjunto de medidas chamadas de “macroprudenciais” que encerraram de maneira precoce o “boom” do consumo das famílias, o qual era o maior responsável pelo crescimento brasileiro. Além disso, ainda segundo os autores, o Governo Federal, a partir de 2012, passou a adotar uma política de incentivos e isenções ao setor privado, numa tentativa de fazer o último se tornar o protagonista do crescimento brasileiro, contudo não se obteve êxito. Dessa forma, a mudança de postura do Governo Federal prejudicou o componente que vinha sendo o principal responsável pela expansão da economia e falhou em substituí-lo.

Já de acordo com Carneiro (2017), o investimento induzido teve seu dinamismo arrefecido devido ao vazamento de parte da demanda por máquinas, equipamentos e insumos intermediários para o exterior, em função da especialização regressiva. Dessa forma, o setor externo teria um papel no desempenho negativo da economia durante o período, diferente do que afirmam Serrano e Summa (2015) que atribuem esse resultado ruim à mudança de política econômica a partir do ano de 2011. Outra divergência entre os autores, é que para Carneiro (2017) o ciclo de expansão do consumo privado estava se esgotando e, portanto, era necessário que fosse substituído ou complementado por outra fonte de dinamismo, enquanto para Serrano e Summa (2015) e Lara (2015), o mesmo ciclo foi encerrado de forma prematura e unilateral pelo Governo Federal.

Segundo Barbosa Filho e Pessoa (2014), a desaceleração da economia brasileira se deveu à queda da produtividade total dos fatores, em especial à queda da produtividade do capital. Os autores rejeitam a tese que o desempenho ruim do país no período se deva ao setor externo, por três razões: em primeiro lugar, a desaceleração da economia brasileira foi pior que a verificada no PIB mundial e uma das piores entre as economias da América Latina; em segundo lugar, a economia brasileira é bastante fechada, mesmo em comparação com os vizinhos latino-americanos; e, por fim, como já foi explicitado anteriormente, os termos de troca após a crise de 2008 continuaram em níveis historicamente elevados. Dessa forma, a causa para o resultado negativo do crescimento seria doméstica, especificamente uma mudança de política econômica ocorrida após 2009, quando passou a ser marcadamente desenvolvimentista (vendo o Estado como protagonista do desenvolvimento econômico), o que gerou uma série de ineficiências que reduziram a produtividade total dos fatores da economia brasileira.

Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017) afirmam que apesar de em termos macroeconômicos a situação externa do país ter melhorado sensivelmente com relação ao padrão histórico, existem canais indiretos e estruturais de influência do setor externo sobre a economia brasileira que são pouco comentados. Os autores apontam mecanismos estruturais de caráter microeconômico, que aumentam o condicionamento da produção e das finanças locais aos ciclos internacionais. Essa influência indireta aconteceria em primeiro lugar devido à presença forte de empresas multinacionais na economia brasileira, fazendo com que uma boa parte das decisões de investimento e produção se tornem autônomas com relação às condições de custo e demanda domésticas, passando a responder a estratégias mais globais de investimento e produção. Em segundo lugar, a liquidez internacional para as economias emergentes, que englobam a brasileira, possui um carácter cíclico, que é em grande medida determinado pela política monetária praticada pelos países centrais, fato que, dependendo do grau de inserção financeira do país, também contribui para atrelar o ciclo doméstico ao ciclo internacional. Sendo assim, o setor externo não impactaria o crescimento somente através das formas explicitadas por Serrano e Summa (2015), ou seja, por meio do financiamento internacional, das exportações ou através de vazamento da demanda por importações, mas também pelos canais indiretos citados e que não são captados pelas contas externas. Dessa forma, Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017) destacam que as possibilidades de desenvolvimento do país podem envolver muito mais do que correções em preços macroeconômicos chave.

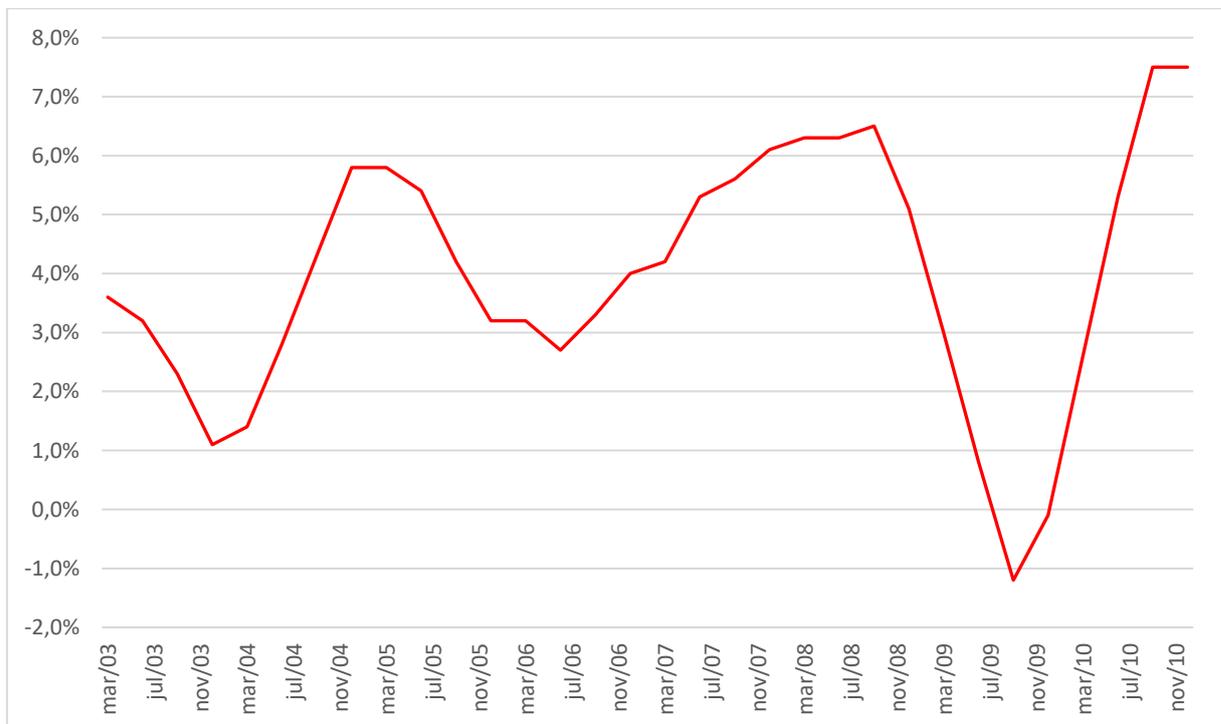
Portanto, o governo Dilma durante a fase da “pós-bonança”, presenciou um cenário internacional mais instável e incerto, mas não o contrário do enfrentado pelo seu antecessor. Apesar de haver uma maior aversão ao risco e fluxos de capitais um pouco menores para os países emergentes, não se invalida a caracterização dessa fase como de excesso e não de falta de financiamento externo. Dessa forma, não houve do ponto de vista do financiamento internacional, motivos para desempenho negativo da economia brasileira. Já com relação à influência das exportações e das importações, há um debate na literatura, havendo autores defendendo que foi negativa e outros afirmando que não foi relevante para se explicar a redução do crescimento. Por fim, também estão presentes na literatura canais indiretos de natureza estrutural, pelos quais o setor externo também pode impactar a economia doméstica.

## 2 CENÁRIO INTERNACIONAL, CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS E CONTRIBUIÇÕES PARA O CRESCIMENTO NO PERÍODO 2003 A 2010

No segundo capítulo, foram apresentadas algumas interpretações sobre os dois recortes temporais, de 2003 a 2010 e de 2011 a 2015. Como se observou, a literatura aponta que existem dois efeitos principais do setor externo sobre o ritmo de atividade: um efeito indireto, através das contas do Balanço de Pagamentos, por meio da flexibilização da restrição externa ao crescimento; e um efeito direto, através das exportações atuando como fonte de demanda. Com base nesses dois efeitos que este capítulo foi estruturado, em uma seção se analisa as contas externas buscando dimensionar o efeito indireto e em outra são examinadas as contribuições dos componentes da demanda agregada visando ter uma maior clareza do efeito indireto. O terceiro capítulo, está estruturado da mesma forma.

Antes de se iniciar a análise das contas externas, é útil apresentar o desempenho da economia doméstica durante o período, já que esse é de vital importância para o comportamento de algumas rubricas do Balanço de Pagamentos.

**Gráfico 1 – Taxa de Crescimento do PIB Acumulada em 12 Meses (2003 a 2010)**



Fonte: IBGE; Elaboração Própria

\* Nota: Variação com relação ao mesmo período do ano anterior

Como pode ser visto no Gráfico 1, a economia brasileira apresentou uma queda no início do período até o final de 2003. Depois, se observa uma recuperação até o primeiro trimestre de 2005, seguida por uma nova queda que dura até o segundo trimestre de 2006. A partir desse momento, houve uma aceleração forte do crescimento chegando a atingir 6,5% no terceiro trimestre de 2008. Então ocorreu a crise internacional, que impactou negativamente a economia brasileira, fazendo a série atingir -1,2% no terceiro trimestre de 2009. Contudo, o país apresentou uma recuperação vigorosa, com a série superando os patamares anteriores, chegando a ultrapassar a marca de 7% de crescimento.

## 2.1 CENÁRIO INTERNACIONAL

O cenário internacional vivenciado pelo Brasil durante os anos de 2003 a 2010 foi marcadamente favorável, conforme foi discutido no capítulo anterior. Segundo Medeiros, Serrano e Freitas (2016), esse contexto se manteve devido a quatro fatores inter-relacionados: as baixas taxas de juros nos países centrais (principalmente os Estados Unidos); o grande fluxo de capitais para os países periféricos; o aumento dos preços internacionais das *commodities*; e por fim, a expansão da economia chinesa.

**Tabela 1 – Dados Sobre o Cenário Internacional (2003 a 2010)**

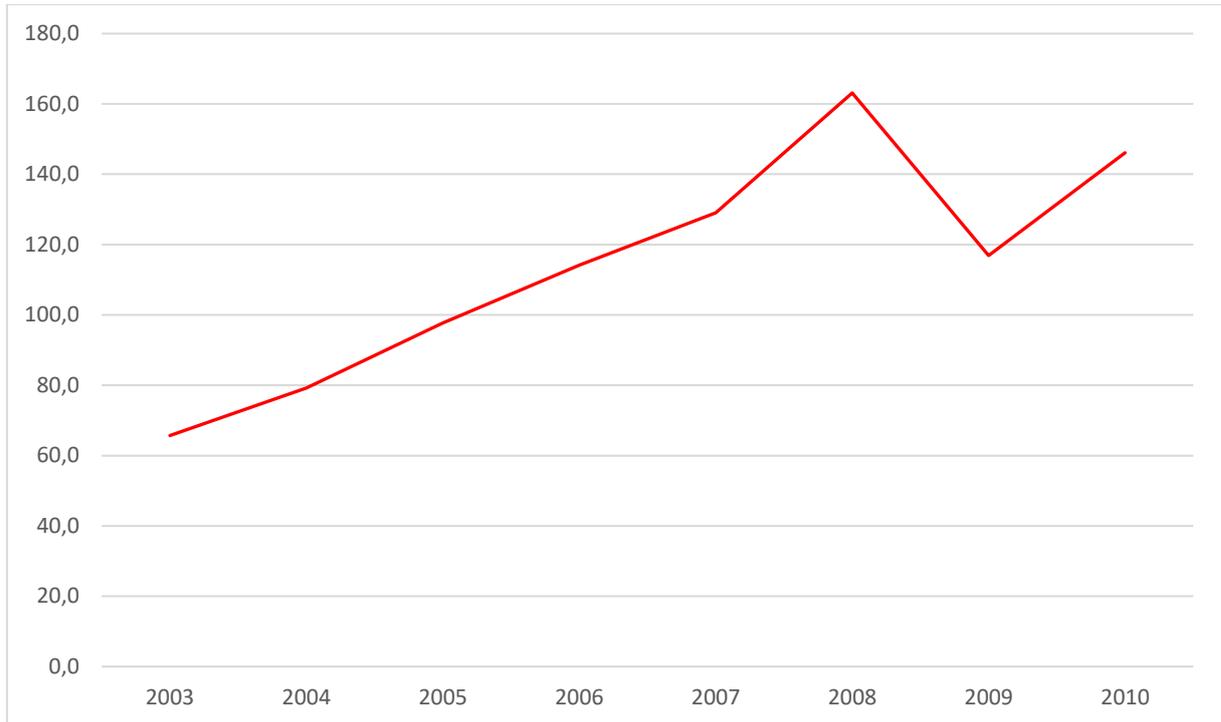
	2003	2004	2005	2006
<b>Dados Sobre Crescimento (%)</b>				
Taxa de Crescimento - China	10,04%	10,11%	11,39%	12,72%
Taxa de Crescimento - PIB Mundo	4,27%	5,42%	4,87%	5,43%
<b>Dados Sobre Preços</b>				
Fed Fund Rate (Média Anual)	1,13%	1,35%	3,21%	4,96%
Inflação Estados Unidos	2,27%	2,68%	3,39%	3,23%
Inflação Economias Avançadas	1,84%	2,02%	2,31%	2,36%
<b>Dados Sobre Reervas (Em Bilhões de Dólares)</b>				
Variação das Reservas - Emergentes	258,88	395,51	590,94	758,79
Mudança das Reservas - America Latina e Caribe	30,75	23,32	39,35	53,16
	2007	2008	2009	2010
<b>Dados Sobre Crescimento (%)</b>				
Taxa de Crescimento - China	14,23%	9,65%	9,40%	10,64%
Taxa de Crescimento - PIB Mundo	5,56%	3,05%	-0,08%	5,43%
<b>Dados Sobre Preços</b>				
Fed Fund Rate (Média Anual)	5,02%	1,93%	0,16%	0,18%
Inflação Estados Unidos	2,85%	3,84%	-0,36%	1,64%
Inflação Economias Avançadas	2,18%	3,42%	0,18%	1,53%
<b>Dados Sobre Reervas (Em Bilhões de Dólares)</b>				
Variação das Reservas - Emergentes	1215,42	724,08	530,15	852,16
Variação das Reservas - America Latina e Caribe	128,20	39,64	52,24	89,28

Fonte: FMI, Banco Mundial, U.S. Bureau of Labor Statistics e Federal Reserve Bank of St. Louis; Elaboração Própria

**\* Nota: Inflação Estados Unidos foi calculado a partir da variação de médias anuais do Consumer Price Index; A China está incluída nos Emergentes**

Olhando para a Tabela 1, se observa que a China apresentou um crescimento elevado durante todo o período. Ocorreu uma breve desaceleração durante a crise de 2008, mas logo no ano de 2010 já houve a volta para uma taxa de dois dígitos. O crescimento do PIB mundial, acompanhou o desempenho da economia chinesa. Essa expansão da China, de acordo com Medeiros, Serrano e Freitas (2016), pode ser explicada principalmente pelo avanço da produção industrial. Com esse processo, o país passou de uma situação de autossuficiência de matérias-primas, para se tornar um grande importador das mesmas. Tal fato induziu a exportação de diversos recursos naturais dispersos ao redor do mundo, para alimentar a demanda da industrialização chinesa. Esse movimento foi capaz de afetar os preços internacionais das *commodities*, como se demonstra no Gráfico 2 a seguir.

**Gráfico 2 – Índice de Preço das *Commodities* (2016 = 100, 2003 a 2010)**



Fonte: FMI; Elaboração Própria

**\* Nota: Estão incluídos os combustíveis no índice**

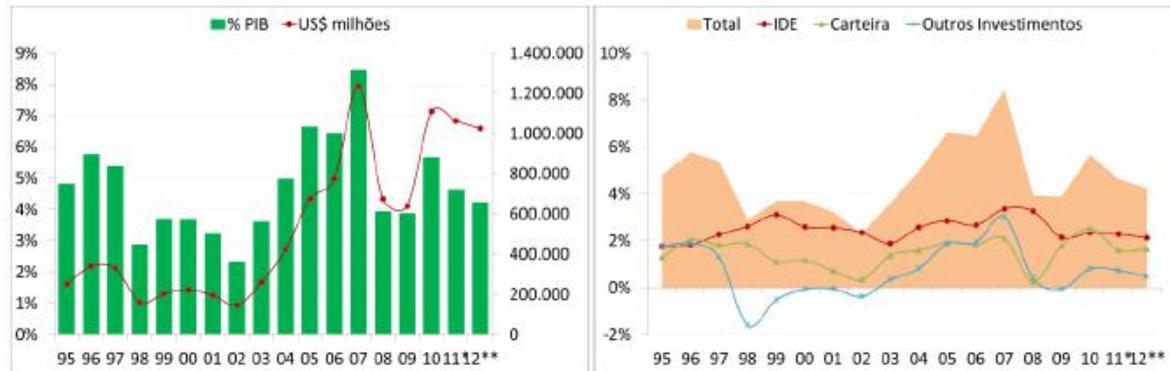
Como pode ser visto no Gráfico 2, os preços internacionais das *commodities* acompanharam o crescimento chinês durante o período. Esse movimento, nas economias pequenas e menos diversificadas, foi suficiente para afetar o ritmo de crescimento das mesmas. No caso de economias mais complexas, como a brasileira, o efeito direto foi menor. Contudo, seu efeito indireto, via relaxamento da restrição externa, foi de vital importância para a expansão da demanda doméstica, como será demonstrado nas seções seguintes. De modo geral, esse aumento dos preços das *commodities* melhorou os termos de troca das economias periféricas como um todo.

Na Tabela 1, se observa que essa elevação dos preços das *commodities* não se traduziu em um cenário inflacionário nos Estados Unidos. O mesmo ocorreu nos outros países centrais. Segundo Medeiros, Serrano e Freitas (2016), esse fenômeno se deveu à segunda parte do “Efeito China”. Os autores afirmam que a elevação dos preços internacionais não causou inflação graças ao baixo poder de barganha dos trabalhadores industriais na maioria das economias avançadas, explicado em grande parte pela forte concorrência dos produtos industriais chineses. Tal fato permitiu que as taxas de juros internacionais permanecessem baixas, o que estimulou um grande fluxo de capitais para os países periféricos, como pode ser visto no Gráfico 3 a seguir.

### Gráfico 3 – Fluxos de Capital de Não Residentes para Emergentes (2003 a 2012)

Figura 3

Fluxos privados de capital de não residentes (*inflows*) para economias emergentes, % do PIB e US\$ milhões, 1995-2012



e: estimativas em outubro/2012

p: previsões em outubro/2012

Fonte: Reproduzido de Biancarelli (2012)

O Gráfico 3, mostra que os fluxos de capital aumentaram para as economias emergentes durante o período, atingindo um pico no ano de 2007. A melhoria dos termos de troca juntamente com essa entrada de capitais através da Conta Financeira do BP, gerou uma situação confortável do ponto de vista das contas externas para os países periféricos.

Ainda na Tabela 1, pode-se ver que houve uma mudança positiva das reservas internacionais tanto para o conjunto dos países emergentes quanto para a América Latina e Caribe. Medeiros, Serrano e Freitas (2016) apontam que isso foi devido ao melhor gerenciamento do Balanço de Pagamentos e a nacionalização dos recursos naturais por parte dos países periféricos. Na América Latina e no resto dos países emergentes, o saldo comercial resultado do crescimento chinês juntamente com o fluxo de capitais, permitiu a adoção de uma política de acumulação de reservas internacionais, visando obter mais autonomia nas decisões de política econômica e uma maior resistência a choques externos. A elevação da autonomia de política econômica e o relaxamento da restrição externa por sua vez permitiram o uso de políticas de estímulo à demanda agregada, o que também explica o crescimento mais acelerado dos países periféricos nesse período.

Após a crise internacional de 2008, é possível verificar nos dados que o cenário internacional se remontou com rapidez. Olhando para o Gráfico 2 se vê que o preço das *commodities* voltou a crescer novamente em 2010, após a queda no ano anterior. De acordo com Tabela 1, se observa que o crescimento chinês apresentou uma recuperação e segundo o Gráfico 3, os fluxos de capitais voltaram a se direcionar para os países emergentes no pós-crise.

De acordo com Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017), a China passou a compensar a perda de dinamismo do mercado estadunidense com uma postura mais agressiva do ponto de vista comercial nos outros mercados. Assim, o crescimento chinês se manteve, mesmo que de forma menos acelerada, o que explica os preços das *commodities* permanecerem em patamares historicamente elevados.

Ainda segundo os mesmos autores, as políticas monetárias extremamente expansionistas nos países centrais adotadas como resposta à crise fizeram com que o diferencial de juros entre os países emergentes e os países centrais aumentasse. Esse fato renovou o movimento dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento, onde os ativos apresentavam rendimentos superiores e melhor expectativa de valorização. Dessa forma, as condições externas favoráveis para os países em desenvolvimento, se remontaram rapidamente no período posterior à crise de 2008.

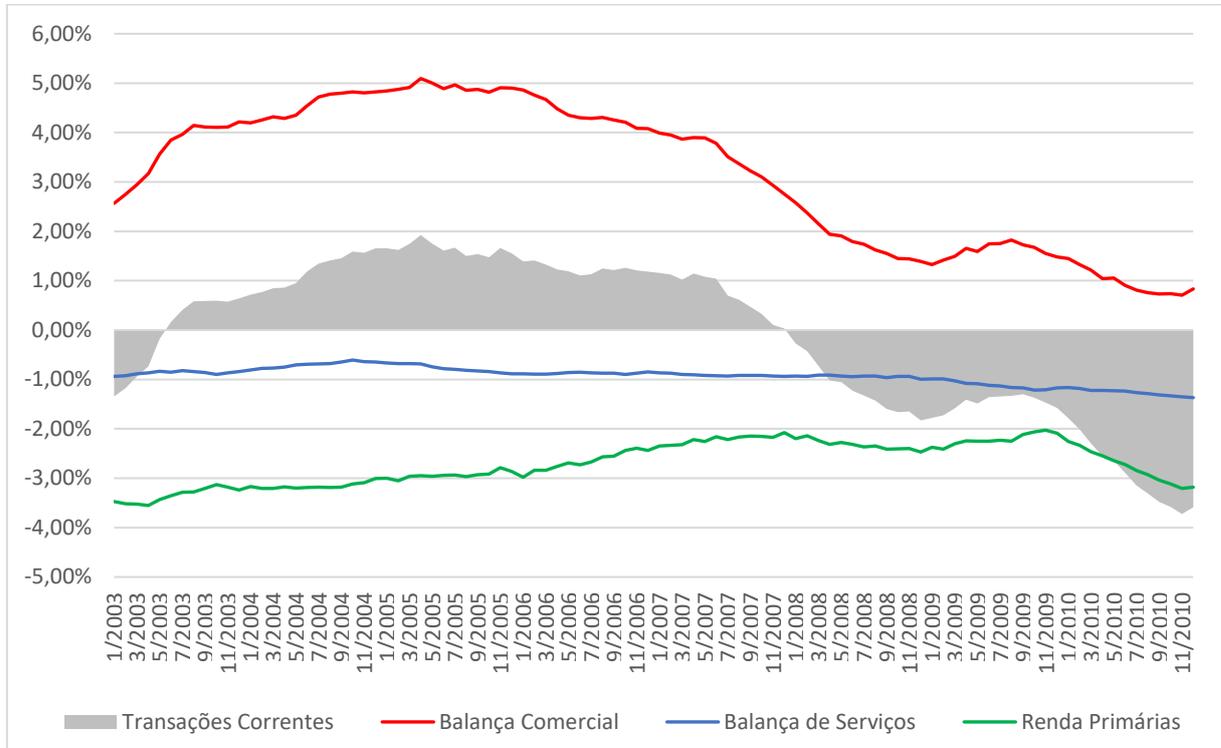
Portanto, o cenário internacional durante esse período se mostrou bastante favorável para os países periféricos, devido ao efeito conjunto de quatro fatores correlacionados, sendo estes: a expansão chinesa; as baixas taxas de juros internacionais; os fluxos de capitais para os países emergentes e em desenvolvimento; e o aumento dos preços internacionais das *commodities*. Esses fatores retornaram no período pós-crise de 2008, recompondo a conjuntura benéfica para os países em desenvolvimento.

## 2.2 ANÁLISE DAS CONTAS EXTERNAS

Na seção anterior, o cenário internacional entre 2003 e 2010 foi caracterizado como bastante favorável para o conjunto dos países emergentes. A seção que se segue irá explorar o impacto sobre as contas externas brasileiras a partir da análise do Balanço de Pagamentos e da Posição Internacional de Investimento (PII). Todos os dados do BP estão acumulados em doze meses e foram obtidos no site do Banco Central do Brasil (BCB), enquanto os dados sobre os preços e de *quantum* dos fluxos comerciais foram obtidos no site da Funcex. Com relação à PII, se utilizará os dados referentes a dezembro de cada ano, também obtidos no site do BCB.

## 2.2.1 Transações Correntes e Principais Subcontas

**Gráfico 4 – Transações Correntes e Principais Subcontas (% do PIB, 2003 a 2010)**

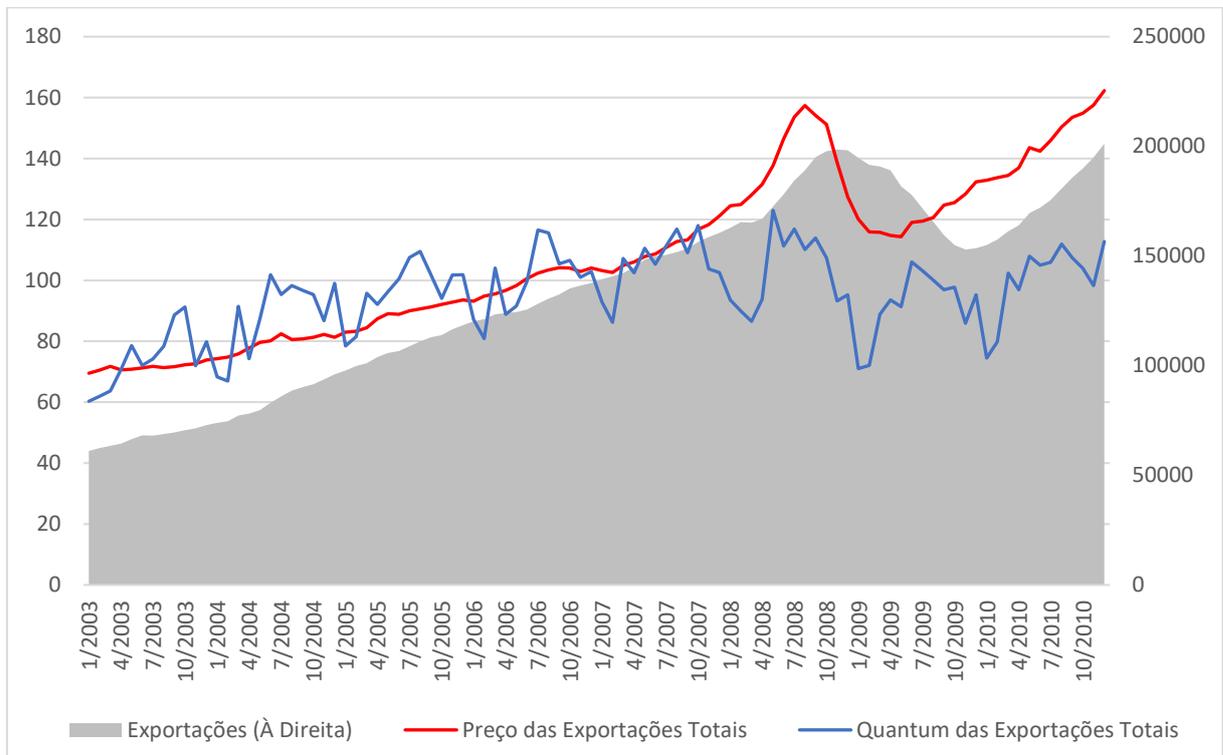


Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais, tabelas especiais; Elaboração Própria

\* Foi omitida a conta de rendas secundárias, essa subconta foi positiva em todos os anos.

Começando pelas Transações Correntes, é possível observar no Gráfico 4 acima o comportamento desta conta e de suas subcontas durante os anos de 2003 a 2010. Através da análise do Gráfico 4, se percebe que as Transações Correntes tiveram superávit entre meados de 2003 a 2007, e déficit no período subsequente. Como a Balança de Serviços e a Conta de Renda Primárias apresentaram déficit durante todo o período, o resultado positivo do agregado se deveu ao comportamento da Balança Comercial.

**Gráfico 5 – Exportações Acumuladas em 12 Meses (US\$ Milhões, 2003 a 2010), Preço e *Quantum* Exportações Totais (Índice 2006 = 100, 2003 a 2010)**



Fonte: Funcex Data e Banco Central do Brasil, Elaboração Própria

Entre 2003 a 2007, o Brasil apresentou saldo positivo em Transações Correntes, fruto do desempenho excepcional da Balança Comercial durante o período. Esse resultado foi devido ao “Efeito China” discutido na seção anterior, o crescimento chinês afetou as contas externas brasileiras na forma de uma melhoria clara nos preços das exportações. Como afirmado em Giambiagi (2005), a trajetória do valor das exportações impressiona muito mais pelo preço do que pelo *quantum* exportado. Entre 2003 e 2010, o preço das exportações totais aumentou cerca de 103% no acumulado do período, enquanto o *quantum* exportado aumentou apenas 23% no acumulado.

**Tabela 2 – *Quantum* Exportado Por Categoria (Índice 2006 = 100, Variação em Relação ao Ano Anterior, 2003 a 2010)**

	2003 - 2006							
	2003		2004		2005		2006	
	Índice	%	Índice	%	Índice	%	Índice	%
Produtos Básicos	78	13%	88	13%	94	7%	100	6%
Produtos Semi-manufaturados	85	10%	91	7%	97	6%	100	4%
Produtos Manufaturados	70	21%	88	26,1%	98	11%	100	2%

	2007 - 2010							
	2007		2008		2009		2010	
	Índice	%	Índice	%	Índice	%	Índice	%
Produtos Básicos	112	12%	112	0,2%	115	3%	128	11%
Produtos Semi-manufaturados	101	1%	100	-0,9%	95	-5%	101	7%
Produtos Manufaturados	103	3%	98	-5,0%	76	-23%	82	9%

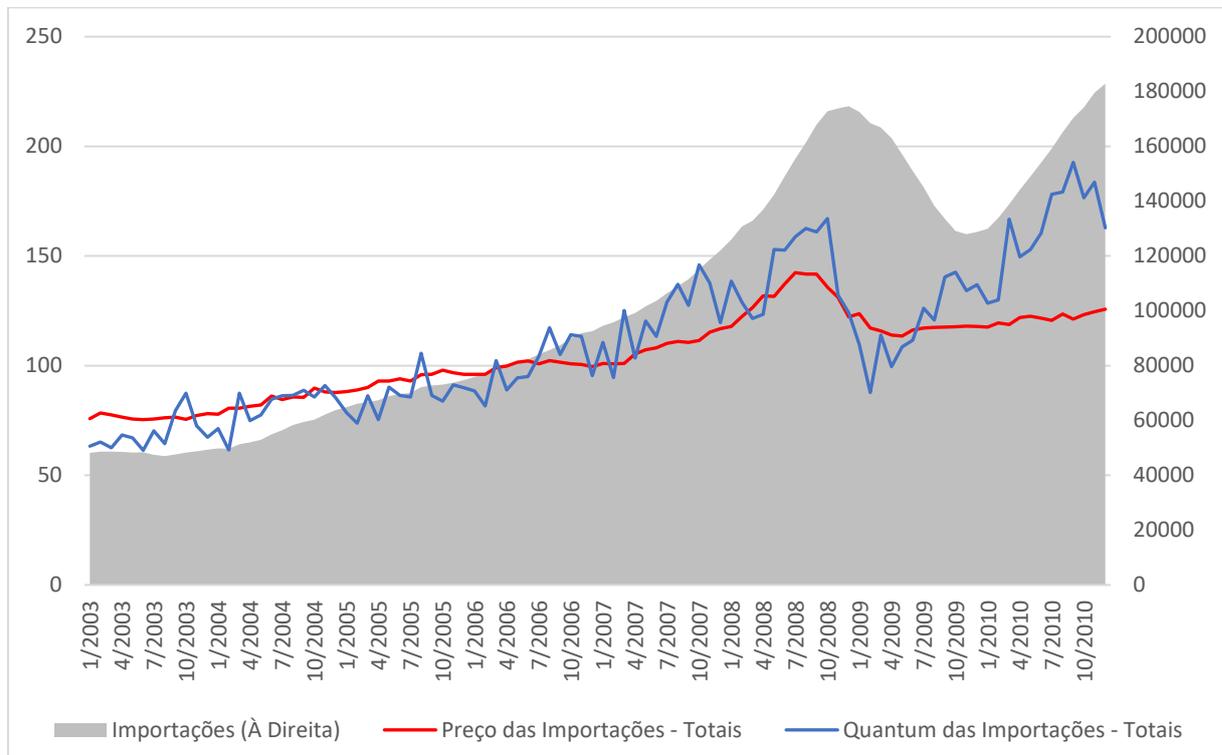
Fonte: Funcex Data, Elaboração Própria

\* **Nota:** Índice dos anos foi construído através da média dos meses

A partir do ano de 2009, é possível perceber através do Gráfico 5, que as exportações sofreram uma redução. Na Tabela 2, se observa que a série do *quantum* das exportações de manufaturados também se reduz após a crise internacional (queda de 5% em 2008 e 23% em 2009), e não recupera os níveis pré-crise em 2010. Segundo Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017), isso ocorreu devido à maior agressividade que a China passou a atuar nos outros mercados visando compensar a perda de vendas para o mercado norte-americano.

Como pode ser visto também na Tabela 2, os produtos manufaturados e semimanufaturados possuem uma evolução bem menos impressionante que os produtos básicos, tendo uma variação no período de 18% e 19% respectivamente. Enquanto os produtos básicos cresceram 65% no período. É esse movimento que Bielschowsky e Souza (2010) chamam atenção quando apontam para a virtual estagnação do *quantum* de exportações de manufaturados a partir de meados de 2006. Dessa forma, aparentemente ocorreu uma especialização regressiva da pauta de exportação brasileira, como é afirmado em Biancarelli (2012).

**Gráfico 6 – Importações Acumuladas em 12 Meses (US\$ Milhões, 2003 a 2010), Preço e *Quantum* Importações Totais (Índice 2006 = 100, 2003 a 2010)**



Fonte: Funcex Data e Banco Central do Brasil, Elaboração Própria

Olhando para o Gráfico 6, se percebe que a série dos preços das importações apresentou um aumento mais suave do que o observado nas exportações totais. O preço das importações totais aumentou cerca de 59% no acumulado do período. O que, juntamente com o comportamento do preço das exportações totais (variação acumulada de 103%), confirma a melhoria dos termos de troca da economia brasileira.

Com relação à evolução do *quantum* das importações totais apresentada no Gráfico 6, se observa que aconteceu o cenário oposto ao ocorrido nas exportações. Nas importações, o *quantum* teve um papel mais determinante sobre o valor, aumentando aproximadamente 136% no período. Há uma breve queda durante a crise internacional de 2008, mas logo o *quantum* importado recupera o vigor e supera os patamares pré-crise. Ocorreu um aumento da série mais acentuado a partir do ano de 2006, tal fato se deveu à mudança de postura de política econômica, apontada em Serrano e Summa (2012), se tornando mais expansionista. A partir desse momento, como será mostrado na seção seguinte, a absorção doméstica passou a liderar o crescimento. Com a expansão mais acelerada do mercado doméstico, mostrada no Gráfico 1, houve um aumento mais forte do *quantum* importado como ilustrado no Gráfico 6.

**Tabela 3 – *Quantum* Importado por Classe de Utilização (Índice 2006 = 100, Variação em Relação ao Ano Anterior, 2003 a 2010)**

2003 - 2006								
	2003		2004		2005		2006	
	Índice	%	Índice	%	Índice	%	Índice	%
Bens de Capital	56	-18%	68	21%	82	20%	100	22%
Bens Intermediários	68	2%	80	19%	86	7%	100	16%
Bens de Consumo Duráveis	32	-18%	42	30%	57	37%	100	75%
Bens de Consumo Não Duráveis	68	-5%	77	13%	86	11%	100	16%
Combustíveis	96	-11%	113	17,4%	97	-15%	100	3%

2007 - 2010								
	2007		2008		2009		2010	
	Índice	%	Índice	%	Índice	%	Índice	%
Bens de Capital	131	31%	180	38%	155	-14%	222	43%
Bens Intermediários	119	19%	139	17%	110	-21%	152	39%
Bens de Consumo Duráveis	151	51%	218	45%	220	1%	324	47%
Bens de Consumo Não Duráveis	122	22%	143	17%	142	-1%	180	27%
Combustíveis	122	22%	127	4,0%	105	-17%	130	25%

Fonte: Funcex Data, Elaboração Própria

\* Nota: Índice dos anos foi construído através da média dos meses

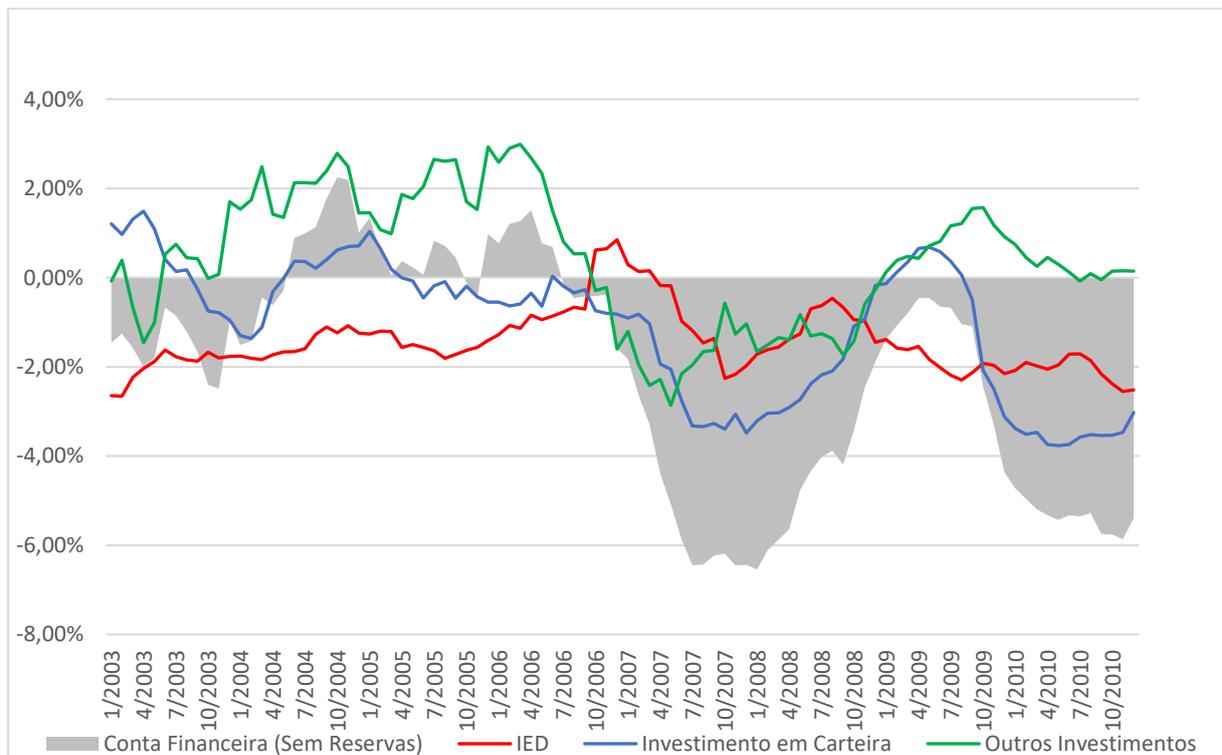
Na Tabela 3 é possível observar a evolução do *quantum* importado de forma desagregada. Com exceção dos anos de 2003, 2005 e durante a crise internacional, sempre houve aumento em todas as classes. Destacam-se a evolução dos bens de capital, que variaram de forma positiva em cerca de 294% no acumulado do período, e de forma especial os bens de consumo duráveis que aumentaram em 905% no acumulado.

Seguindo nas subcontas das Transações Correntes, a Balança de Serviços apresentou um déficit estável que girou em torno de 1% do PIB, tendo uma piora gradual ao longo do período. O resultado negativo ocorreu principalmente por causa de duas rubricas, Viagens (de 0,06% para 0,5% do PIB) e Aluguel de Equipamentos (de 0,32% para 0,6% do PIB). A primeira tem um caráter mais conjuntural, sendo sensível ao nível de renda corrente e a taxa de câmbio vigente no período, como a renda doméstica estava crescendo (mostrado no Gráfico 1) e a taxa de câmbio se valorizando, houve uma piora nessa rubrica. Sobre a segunda, o efeito é mais estrutural, pois a piora do resultado se deveu ao aluguel de maquinário por parte da Petrobrás para exploração do pré-sal.

Continuando para a Conta de Renda Primária, essa subconta também apresentou um desempenho negativo que ficou entre 2% e 4% do PIB. Ocorreu uma melhora no déficit ao longo do período, porém logo após a crise de 2008 essa tendência se reverte e o resultado final é um déficit bem próximo do inicial (cerca de 3,2% do PIB). Dois pontos positivos podem ser levantados: ocorreu uma redução contínua do déficit nas rubricas de Renda de Investimentos em Carteira (de 1,92% para 0,78% do PIB) e Renda de Outros Investimentos (de 0,91% para 0,14% do PIB). Segundo Biancarelli (2012), esse movimento foi devido uma mudança qualitativa na composição do estoque do passivo externo brasileiro que será mostrada mais adiante. O ponto negativo a se destacar com relação à Conta de Renda Primária é o déficit crescente da rubrica de Renda do Investimento Direto (de 0,98% para 2,47% do PIB). A explicação mais clara para esse movimento é o contínuo processo de ampliação do Investimento Estrangeiro Direto (IED). Esse fato estrutural é positivo visto que os fluxos de IED tendem a ser mais estáveis do que os de Investimento em Carteira e os Outros Investimentos, mas gera essa contrapartida negativa na Conta de Renda Primária.

## 2.2.2 Conta Financeira e Principais Subcontas

**Gráfico 7 – Conta Financeira e Principais Subcontas (% do PIB, 2003 a 2010)**

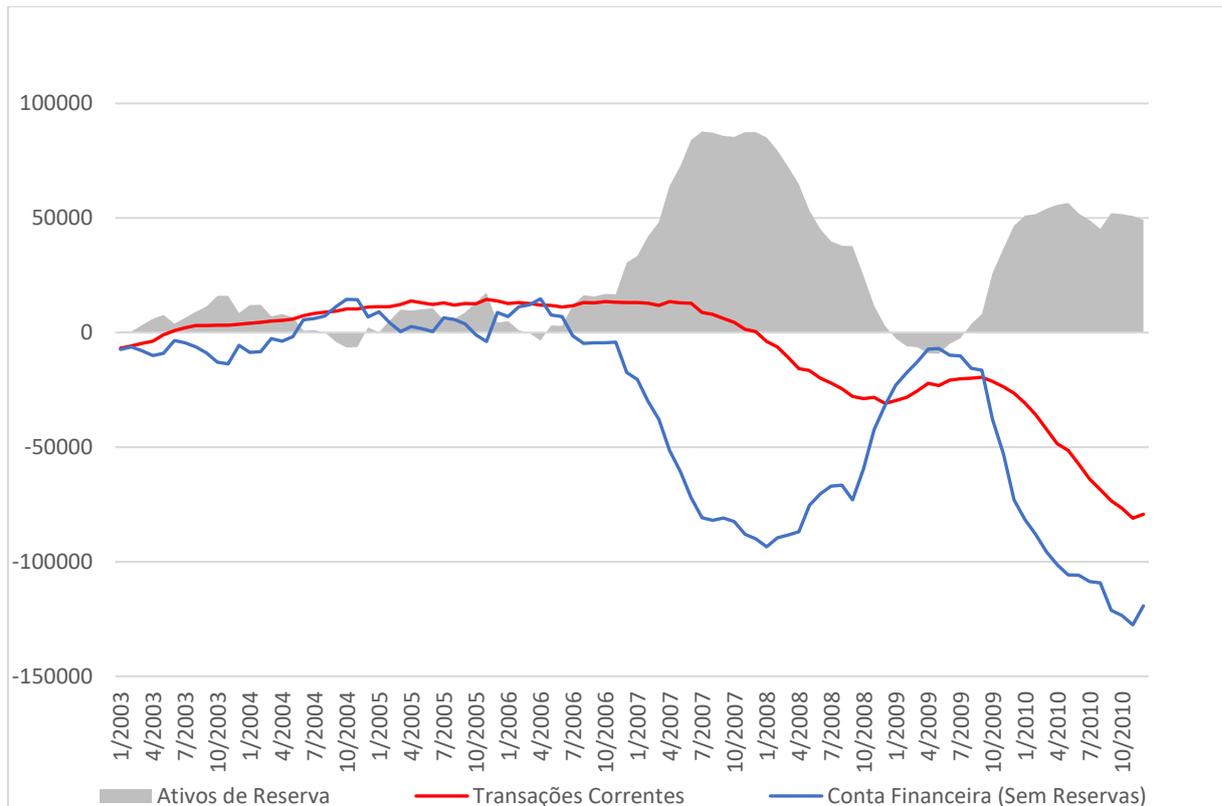


Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais, tabelas especiais; Elaboração Própria

Com relação à Conta Financeira, é possível observar o movimento do agregado e das principais subcontas no Gráfico 7. De meados de 2003 a até 2007, o Brasil apresentou superávit em Transações Correntes, não necessitando de financiamento externo para sustentar seu crescimento. A partir de 2008, a Conta de Transações Correntes passou a ser deficitária e através do Gráfico 7 é possível ver que não houve falta de financiamento.

O Investimento em Carteira e os Outros Investimentos, são mais voláteis que o Investimento Estrangeiro Direto e, por consequência, mais sujeitos às incertezas do cenário internacional. São justamente esses dois itens que deixam o Brasil quando ocorreu a Crise de 2008, como demonstra o Gráfico 7. Contudo, esse refluxo para os países centrais não é duradouro. É possível ver um retorno claro dos Investimentos em Carteira já no terceiro trimestre de 2009, superando até mesmo o IED.

Segundo Biancarelli (2012) essa reversão rápida dos fluxos de capital é um efeito colateral das políticas monetárias extremamente expansionistas dos países centrais. Estas causaram uma renovação do movimento de *search for yield* (Busca por Rendimento) em direção a ativos e moedas dos países em desenvolvimento, que apresentavam maior retorno e expectativa de valorização. Dessa forma, o cenário externo favorável de ampla liquidez internacional se remontou rapidamente após a crise de 2008, esse fenômeno era denominado pelas autoridades brasileiras como “tsunami monetário” ou “guerra cambial”. Portanto, mesmo após a crise internacional, o Brasil não teve dificuldades de financiar seu déficit em Transações Correntes.

**Gráfico 8 – Variação das Reservas Acumulada em 12 Meses (US\$ Milhões, 2003 a 2010)**

Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais, tabelas especiais; Elaboração Própria

Olhando agora para o Gráfico 8, que mostra os Ativos de Reserva juntamente com o resultado das Contas Financeira (sem reservas) e de Transações Correntes, é possível ver claramente a política de acumulação de reservas mencionada por Medeiros, Serrano e Freitas (2016). Houve acúmulo de reservas internacionais durante quase todo o período, tirando momento pontuais e no auge da crise de 2008, quando aconteceu a temporária reversão dos fluxos de capitais. Aqui se verifica que eles retornaram não somente o necessário para financiar o crescente déficit em Conta Corrente, mas em excesso a ponto de permitir o Brasil voltar a acumular de reservas. Esse Gráfico 8 reforça que não houve falta de financiamento externo durante esse período.

### 2.2.3 Análise Patrimonial

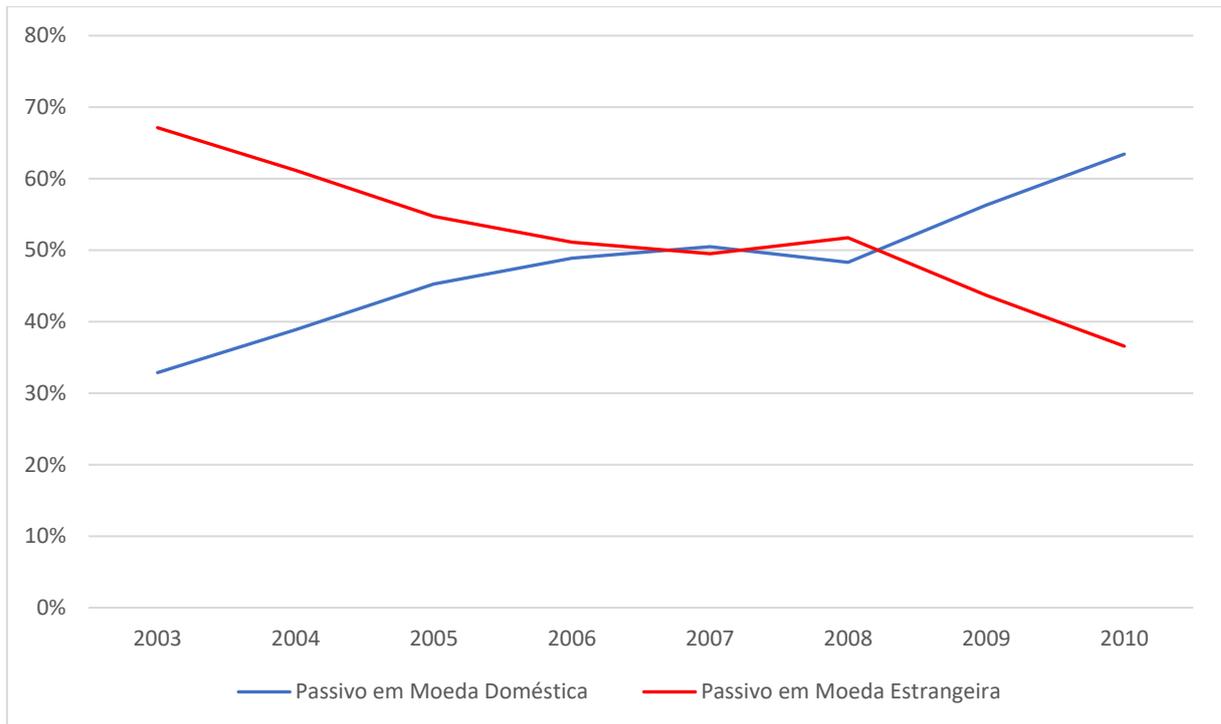
**Tabela 4 – Posição Internacional de Investimento (US\$ Milhões, 2003 a 2010)**

Discriminação	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Posição de investimento internacional (A-B)</b>	<b>-267.167</b>	<b>-281.497</b>	<b>-299.222</b>	<b>-349.897</b>	<b>-495.455</b>	<b>-243.107</b>	<b>-559.114</b>	<b>-906.164</b>
<b>Ativo</b>	<b>136.480</b>	<b>161.371</b>	<b>182.030</b>	<b>253.517</b>	<b>394.379</b>	<b>421.650</b>	<b>475.804</b>	<b>579.224</b>
Investimento direto no exterior	54.892	69.196	79.259	113.925	141.880	157.796	167.148	191.349
Investimentos em carteira	6.950	9.353	10.834	14.429	19.269	14.637	16.519	38.203
Derivativos financeiros (exceto reservas)	81	109	119	113	142	609	426	797
Outros investimentos	25.261	29.778	38.019	39.211	52.753	54.825	53.192	60.300
Ativos de reservas	49.296	52.935	53.799	85.839	180.334	193.783	238.520	288.575
<b>Passivo (B)</b>	<b>403.647</b>	<b>442.868</b>	<b>481.252</b>	<b>603.414</b>	<b>889.833</b>	<b>664.758</b>	<b>1.034.918</b>	<b>1.485.388</b>
Investimento direto no país	132.818	161.259	181.344	220.621	309.668	287.697	400.808	682.346
Investimentos em carteira	165.440	184.163	231.891	304.242	482.796	264.694	522.704	646.495
Derivativos financeiros (exceto reservas)	125	320	219	445	1.771	2.450	3.413	3.781
Outros investimentos	105.265	97.126	67.798	78.107	95.598	109.916	107.994	152.766

Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais, tabelas especiais; Elaboração Própria

\* **Nota: Dados referentes a dezembro de cada ano**

Partindo para a análise patrimonial, é possível observar na Tabela 4 que o país apresentou uma Posição de Investimento Internacional cada vez mais negativa no período, com exceção do ano de 2008, onde ocorreu uma queda. Percebe-se que os ativos cresceram em todos os anos. Esse fato é positivo, mas foi mais do que compensado pelo aumento do passivo externo visto que a PII se torna progressivamente mais negativa ao longo do período. Contudo, como aponta Noije (2014), uma análise superficial faz parecer que ocorreu um aumento da vulnerabilidade externa do Brasil. Como o mesmo autor afirma, se faz necessário uma análise sobre a composição desses passivos externos para se ter a real dimensão da vulnerabilidade da economia brasileira.

**Gráfico 9 – Composição do Passivo Externo Brasileiro (2003 a 2010)**

Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais, tabelas especiais; Elaboração Própria

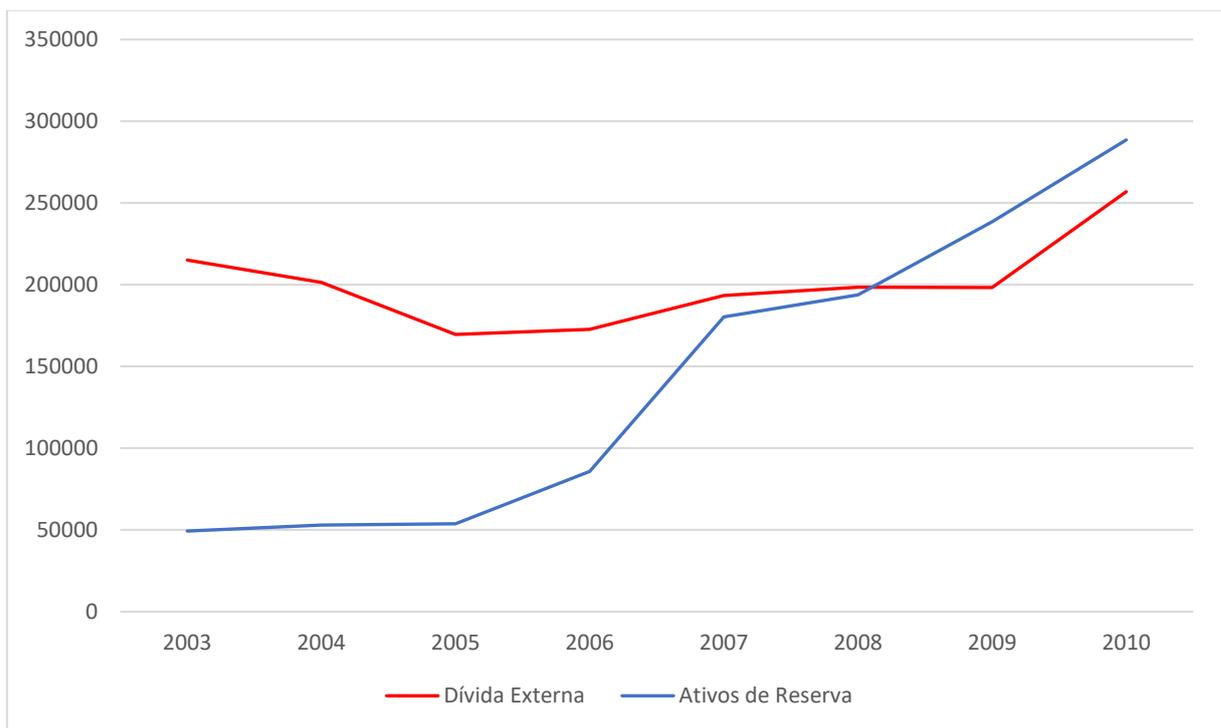
**\* Nota: Passivo Externo denominado em moeda doméstica foi definido como ações negociadas no mercado doméstico mais títulos de dívidas negociados no mercado doméstico mais o investimento estrangeiro direto como forma de participação no capital, exatamente como é definido em Noije (2014).**

Como o Gráfico 9 demonstra, a composição do Passivo Externo Brasileiro sofreu uma alteração de vital importância para a análise. Essa mudança é relevante, pois ao contrário do que a Tabela 4 parece sugerir, a vulnerabilidade externa da economia brasileira na realidade pode ter diminuído. Isso ocorreu devido à participação majoritária do passivo externo denominado em moeda doméstica. Esse tipo de passivo, quando há uma massiva saída de capitais do Brasil, como aconteceu em 2008, ao invés de aumentar ele se reduz em moeda estrangeira. Além disso, como as ações e os títulos de dívida possuem suas cotações definidas no mercado, quando os investidores internacionais se desfazem desses ativos, ocorre uma queda no preço de mercado dos mesmos, havendo uma segunda desvalorização deste passivo externo. Dessa forma, quando ocorre uma crise internacional, acontece uma fuga de capitais de maneira acelerada do país provocando uma desvalorização cambial que por sua vez reduz o tamanho do passivo externo em moeda estrangeira, evitando os problemas de solvência que ocorriam no passado.

Esse movimento de “desdolarização” do passivo externo brasileiro, é o que Biancarelli (2012) define como “Nova Realidade” do setor externo. Segundo o autor, graças a essa mudança estrutural e qualitativa no passivo externo, a crise de 2008 não promoveu os mesmos impactos que as diversas outras crises internacionais pelas quais a economia brasileira já passou. Essa realidade pode ser vista na Tabela 4, quando entre os anos de 2007 e 2008 houve uma desvalorização cambial de 33%, ocorreu uma queda de 225.076 milhões de dólares (aproximadamente 25%) no passivo externo. Esse efeito foi fruto, em parte, da dupla desvalorização que atuou sobre a parcela denominada em moeda nacional.

Segundo Noije (2014), essa proteção proveniente da composição do passivo externo fez com que o Brasil não fosse tão afetado pela crise internacional e concedeu ao Governo Federal a autonomia de política econômica necessária para se realizar medidas de caráter anticíclico, adotando políticas fiscal e monetária expansionistas. O que por sua vez possibilitou uma recuperação rápida da economia brasileira, como pode ser visto no Gráfico 1.

**Gráfico 10 – Dívida Externa e Ativos de Reserva (US\$ Milhões, 2003 a 2010)**



Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais, tabelas especiais; Elaboração Própria

Definindo a Dívida Externa como Noije (2014), sendo a soma dos Títulos de Dívida emitidos no exterior com o item Outros Investimentos, é possível observar outro fator importante para a redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Entre 2003 e 2010, o Brasil obteve um volume de reservas maior do que sua Dívida Externa, tornando a Dívida Externa Líquida negativa. Tal fato também aponta na direção de menores dificuldades em momentos de crise internacional.

Portanto, foi visto que ocorreu uma mudança no resultado da Conta de Transações Correntes, passando de um superávit para um déficit. Esse resultado não ocorreu devido a um desempenho ruim das exportações, pelo contrário o *quantum* exportado cresceu 23% no acumulado do período. Mas esse aumento foi mais do que compensado pela dinâmica das importações, que cresceram 136% no acumulado. O fantástico aumento dos preços das exportações no período (104%), compensou a elevação do *quantum* importado até 2008. Contudo, devido às razões já citadas, o fluxo de capital através da Conta Financeira foi mais do que suficiente para fechar o Balanço de Pagamentos. Dessa forma, não se encontrou problemas com relação à restrição externa durante esse período.

### 2.3 CONTRIBUIÇÕES PARA O CRESCIMENTO

Na seção anterior, foram listados alguns caminhos através dos quais o cenário internacional impactou favoravelmente as contas externas brasileiras. Sugeriu-se que essa situação mais confortável, ao relaxar a restrição externa, permitiria a adoção de políticas macroeconômicas de estímulo à demanda agregada. Ou seja, haveria uma contribuição indireta do setor externo à expansão da economia. Nesta seção, se buscará medir o impacto direto do setor externo sobre crescimento econômico a partir do cálculo das contribuições dos componentes da demanda, tentando dissociar o papel desempenhado pela demanda externa (exportações) e pela absorção doméstica.

### 2.3.1 Método de Cálculo das Contribuições

Para se calcular as contribuições dos componentes, se parte inicialmente das identidades fundamentais da macroeconomia que baseiam as Contas Nacionais. O Produto Interno Bruto (Y) pode ser calculado pela ótica da demanda como sendo a soma dos itens que compõem a Absorção Doméstica (D), sendo estes: Consumo das Famílias (C), Consumo do Governo (G), Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF), Variação de Estoques (VE); com as Exportações Líquidas (NX). Essas últimas são definidas pela diferença entre as Exportações (X) e as Importações (M).

$$Y = D + (X - M) \quad (1)$$

Utilizando essa identidade e a hipótese de que o crescimento real de Y é determinado pelo crescimento real das variáveis presentes no lado direito da equação, é possível usar os dados disponibilizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para realizar a decomposição da taxa de crescimento do PIB (y) como uma soma entre as contribuições da absorção doméstica (d) e do setor externo (x - m) para aquela taxa de crescimento.

$$y = d + (x - m) \quad (2)$$

É importante destacar que as contribuições d, x e m não são equivalentes às taxas de crescimento dos seus respectivos componentes na equação (1). Essas contribuições são obtidas através de um procedimento que leva em consideração a variação daqueles componentes ponderada pelas suas respectivas participações na composição do PIB no período inicial. Uma forma de se obter as contribuições é através da seguinte equação (3):

$$\frac{\Delta Y}{\underbrace{Y_{t-1}}_y} = \frac{\Delta D}{\underbrace{Y_{t-1}}_d} + \frac{\Delta X}{\underbrace{Y_{t-1}}_x} - \frac{\Delta M}{\underbrace{Y_{t-1}}_m} \quad (3)$$

Na expressão (3), as variações absolutas dos componentes presentes na equação (1), notadas com símbolo  $\Delta$ , são divididas pelo PIB nominal do período imediatamente anterior àquelas variações ( $Y_{t-1}$ ). Esse processo é denominado em Lara (2015), de “Método Tradicional” para calcular as contribuições. Desse método, decorrem duas implicações, mencionadas pelo mesmo autor, estas são: qualquer crescimento absoluto das importações, possui um efeito negativo no crescimento do PIB; em segundo lugar, somente um crescimento maior das exportações do que as importações ( $\Delta X > \Delta M$ ) é capaz de determinar uma contribuição positiva do setor externo para o crescimento. Portanto, somente o crescimento das exportações líquidas pode exercer um efeito positivo sobre o crescimento do PIB.

Contudo, a expressão (3) mostrada acima não é a única forma de se calcular as contribuições dos componentes do PIB, no sentido definido em (2). Serrano (2008) apresenta um método diferente, o qual Lara (2015) chama de “Método Alternativo” para calcular as mesmas contribuições. Esse método é baseado na hipótese de que uma parcela da Demanda Final ( $D + X$ ) é necessariamente suprida com importações.

$$M = q (D + X) \quad (4)$$

Substituindo (4) em (1), se obtém:

$$Y = (1 - q)(D + X) \quad (5)$$

Se considera, dessa forma, que o PIB é equivalente ao produto entre o coeficiente de conteúdo doméstico ( $1 - q$ ) e a soma da absorção doméstica com as exportações. Partindo de (5), se chega na decomposição da taxa de crescimento do PIB como soma entre as contribuições da absorção doméstica, das exportações e do efeito redutor das importações:

$$\underbrace{\frac{\Delta Y}{Y_{t-1}}}_y = \underbrace{\left[ \frac{(1 - q_{t-1})}{Y_{t-1}} \right] \Delta D}_d + \underbrace{\left[ \frac{(1 - q_{t-1})}{Y_{t-1}} \right] \Delta X}_x - \underbrace{\left[ \frac{D_{t-1}^t + X_{t-1}^t}{Y_{t-1}} \right] \Delta q}_m \quad (6)$$

Portanto, as expressões (3) e (6) constituem duas formas diferentes de calcular as contribuições apresentadas na expressão (2). Com relação ao efeito redutor do crescimento das importações ( $m$ ), pelo método tradicional, qualquer crescimento absoluto das importações reduz o crescimento, enquanto pelo método alternativo esse efeito depende de um aumento do coeficiente de importação ( $\Delta q > 0$ ). De acordo com essa metodologia, o crescimento das importações somente pode ser considerado como negativo para o crescimento do produto se for mais do que proporcional ao crescimento da demanda agregada.

Dada a equação 6, é possível observar que a condição formal para que se tenha uma contribuição positiva do setor externo para o crescimento pelo método alternativo seria:

$$\underbrace{\left[ \frac{(1 - q_{t-1})}{Y_{t-1}} \right] \Delta X}_x - \underbrace{\left[ \frac{D_{t-1}^t + X_{t-1}^t}{Y_{t-1}} \right] \Delta q}_m > 0 \quad (7)$$

É importante destacar que a diferença entre os métodos não é mero formalismo, mas eles representam duas perspectivas distintas para se analisar os mesmos dados disponíveis. Conforme já exposto, pelo método tradicional o setor externo somente apresenta contribuição positiva se houver uma variação positiva nas exportações líquidas. Pelo método alternativo não existe necessariamente essa associação. Supondo que o coeficiente de importação ( $q$ ) esteja estável entre dois períodos, em outras palavras  $\Delta q = 0$ , isso implica que o efeito redutor das importações é nulo, sendo qualquer crescimento absoluto das exportações suficiente para garantir uma contribuição positiva do setor externo. Neste caso, esse resultado poderia ocorrer

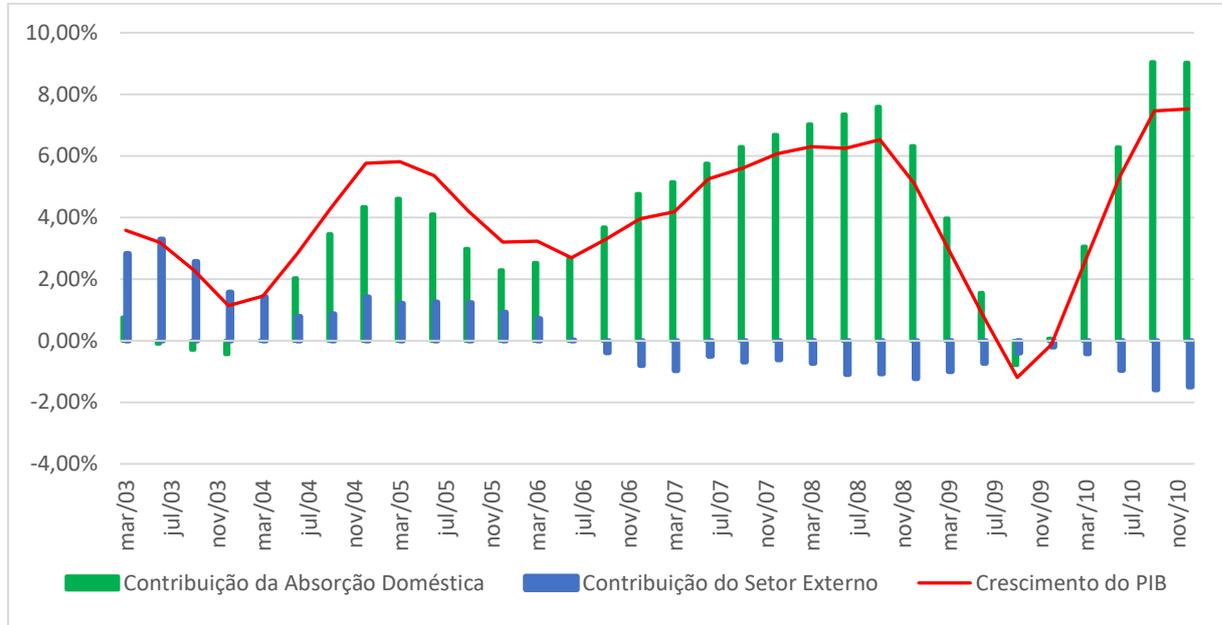
mesmo com o crescimento das importações superior ao das exportações? A resposta é positiva, bastando que ocorra um crescimento absoluto da demanda doméstica suficiente para induzir um aumento absoluto das importações superior ao das exportações. A condição formal seria:

$$\Delta D > \left(\frac{1-q}{q}\right)\Delta X \quad (8)$$

Segundo Lara (2015), o método alternativo constitui uma forma mais adequada para se avaliar as contribuições dos componentes do PIB do que o método tradicional, pois ele incorpora essa ideia de que o crescimento da demanda agregada necessariamente induz algum crescimento nas importações. O autor ainda aponta uma limitação do método alternativo exposto neste trabalho, que decorre do fato do conteúdo doméstico dos diferentes componentes da demanda agregada não precisar ser idêntico, como é pressuposto pelo método. Desta forma, um cálculo mais preciso das contribuições iria requerer estimativas específicas sobre o conteúdo importado das exportações e da absorção doméstica. Contudo, o método apresentado constitui uma aproximação válida.

### 2.3.2 Análise das Contribuições

**Gráfico 11 – Contribuição da Absorção Doméstica e do Setor Externo (Acumulado em 12 Meses, 2003 a 2010)**



Fonte: IBGE; Elaboração Própria

Conforme pode ser visto no Gráfico 11, a absorção doméstica contribuiu de forma positiva para o PIB durante quase todo o período. As exceções seriam entre 2003 e 2004 e após a crise internacional de 2008, em meados do ano de 2009. Em alguns momentos, entre o final de 2006 até 2009, e no ano de 2010, a absorção doméstica apresentou uma contribuição acima do crescimento do PIB.

Esses dados estão condizentes com o quadro exposto por Serrano e Summa (2012). Os autores afirmaram que em meados de 2006 ocorreu uma mudança de postura do Governo Federal, passando a adotar políticas fiscais e monetárias mais expansionistas que aceleraram o crescimento brasileiro. Como o Gráfico 11 demonstra, a contribuição da absorção doméstica só aumenta continuamente a partir de meados de 2006, ocupando o papel de liderar o crescimento da economia brasileira. Após a crise de 2008, Lara (2015) afirma que há um certo consenso entre os economistas de que o governo adotou políticas anticíclicas para combater os efeitos da crise. O resultado dessas medidas também pode ser visto no Gráfico 11, dado que após a diminuição da contribuição da absorção doméstica entre os anos de 2008 e 2009, a mesma retornou a apresentar desempenho positivo novamente em 2010.

Ainda no Gráfico 11, é possível observar que o setor externo teve uma contribuição importante para o crescimento no início do primeiro mandato do governo Lula, entre o ano de 2003 e o primeiro trimestre de 2004. A partir do segundo trimestre de 2006, a contribuição do setor externo se torna negativa. É importante destacar que esse movimento não se deveu a um desempenho negativo das exportações. Pelo contrário, conforme foi demonstrado na seção anterior, as mesmas tiveram uma evolução positiva durante todo o período. Contudo, esse efeito positivo das exportações foi mais do que compensado pela dinâmica das importações, também mostrada anteriormente. Dessa forma, o resultado da equação (7) demonstrada acima foi negativo.

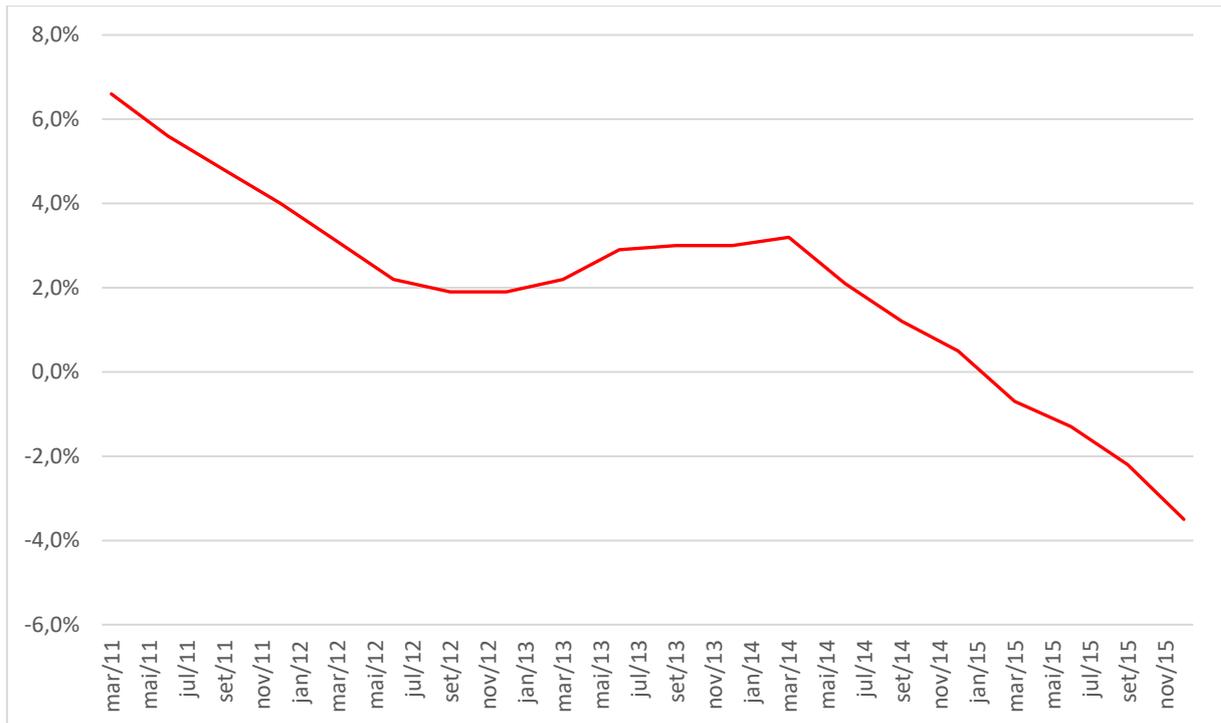
Pelo método alternativo, só há efeito redutor das importações se houver um aumento do coeficiente de importação. Observa-se que houve 26 de 32 trimestres de aumento desse coeficiente entre 2003 e 2010. Desses, 22 foram seguidos e ocorreram entre 2006 e 2009. O coeficiente de importação para de crescer brevemente no auge crise internacional, mas retomou sua trajetória de crescimento a partir de 2010. Esse resultado está condizente com o já citado trabalho de Morceiro (2016), que demonstra a ocorrência de um grande vazamento de demanda via importações durante esse período.

Se ao invés de subtrair o efeito redutor das importações ( $m$ ) da contribuição das exportações ( $x$ ), tirá-lo da contribuição da absorção doméstica ( $d$ ), é possível reforçar o argumento que a demanda doméstica puxou o crescimento do período. Pois mesmo fazendo esse exercício (gráfico apresentado no Apêndice), a contribuição da absorção doméstica líquida do efeito redutor das importações permanece sendo numericamente mais relevante que a contribuição das exportações ( $d - m > x$ ). Este pequeno exercício também relativiza um pouco a ideia que o setor externo liderou o crescimento nos anos 2003 e 2004, pois a contribuição das exportações somente supera a contribuição da absorção doméstica líquida do efeito redutor das importações até o segundo trimestre de 2004. Significando que o estado deprimido da economia no período pode ter impulsionado essa contribuição positiva do setor externo vista no Gráfico 11.

### 3 CENÁRIO INTERNACIONAL, CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS E CONTRIBUÇÕES PARA O CRESCIMENTO NO PERÍODO 2011 A 2015

Assim como no capítulo anterior, também é útil apresentar o desempenho da economia brasileira neste período, antes de analisar as contas externas.

**Gráfico 12 – Taxa de Crescimento do PIB Acumulada em 12 Meses (2011 a 2015)**



Fonte: IBGE; Elaboração Própria

**\* Nota: Variação com relação ao mesmo período do ano anterior**

Percebe-se através do Gráfico 12, uma tendência clara de redução do crescimento a partir de 2011. De início, a série apresenta uma queda até o quarto trimestre de 2012, onde atinge 1,9%. A partir desse momento, o PIB demonstra uma fraca recuperação até o primeiro trimestre de 2014, seguida por uma redução contínua até o final do período. O menor valor é atingido no último trimestre de 2015, quando se chega na marca de -3,5% de queda do produto.

### 3.1 CENÁRIO INTERNACIONAL

Exatamente como feito no capítulo anterior, nesta seção inicial se realizará uma breve caracterização do cenário internacional presente neste o recorte temporal. Como o contexto desse período é derivado diretamente do anterior, se faz necessário recapitular o que ocorreu no cenário internacional após a crise de 2008.

Em Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017), é proposta uma divisão do período em quatro fases distintas: uma fase denominada de “bonança” que perdurou entre 2003 a 2007; uma fase de “retomada súbita”, de 2008 até o final de 2010; uma terceira fase chamada de “pós-bonança” que permanece de 2011 até meados de 2014; e uma última denominada de “tempestade perfeita”, que parte de meados de 2014 englobando o ano de 2015. Enquanto as duas primeiras foram caracterizadas no capítulo anterior, as duas últimas fases serão abordadas no presente capítulo.

Recapitulando rapidamente a fase da “retomada súbita”, foi demonstrado que as condições favoráveis presentes durante o período de “bonança” desaparecem brevemente durante a crise internacional de 2008, contudo logo no pós-crise, essas condições retornam. Esse movimento ocorreu devido à permanência do crescimento acelerado da China, que manteve o preço das *commodities* em patamares elevados, e as políticas monetárias extremamente expansionistas dos países centrais as quais fizeram as taxas de juros internacionais permanecerem muito baixas, estimulando um novo fluxo de capitais para as economias emergentes.

**Tabela 5 – Dados Sobre o Cenário Internacional (2011 a 2015)**

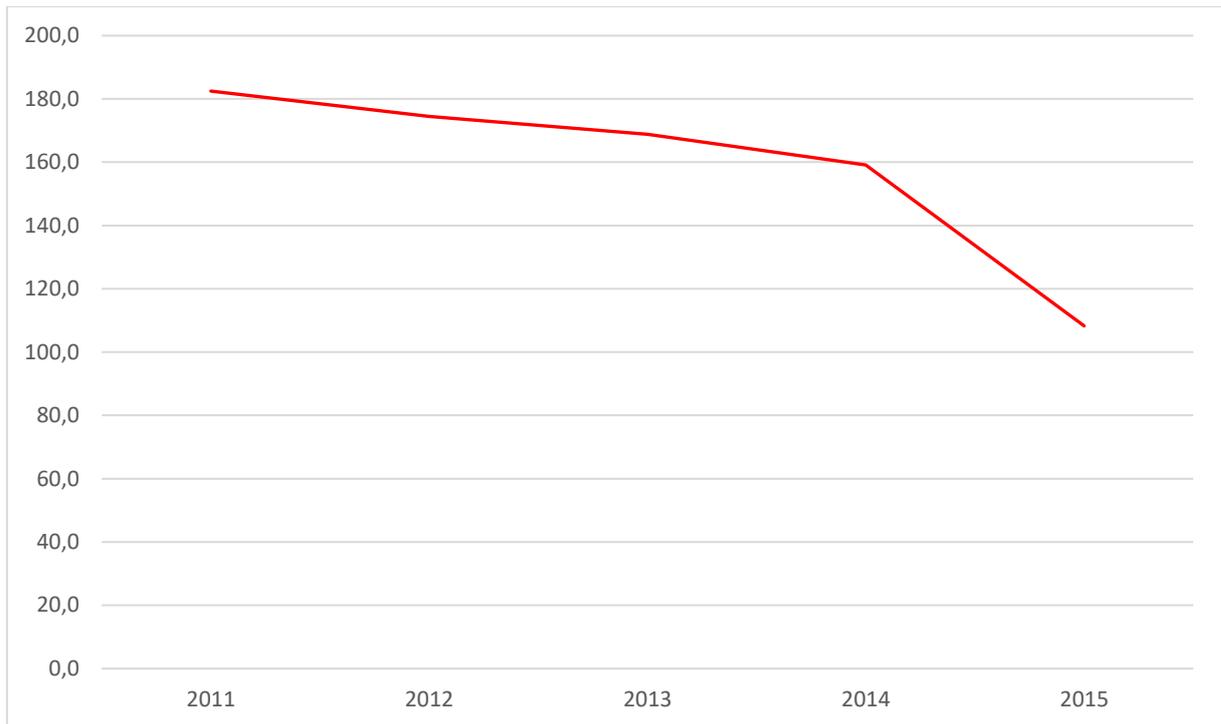
	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Dados Sobre Crescimento (%)</b>					
Taxa de Crescimento - China	9,55%	7,86%	7,77%	7,43%	7,04%
Taxa de Crescimento - PIB Mundo	4,29%	3,53%	3,45%	3,51%	3,42%
<b>Dados Sobre Preços</b>					
Fed Fund Rate (Média Anual)	0,10%	0,14%	0,11%	0,09%	0,13%
Inflação Estados Unidos	3,16%	2,07%	1,46%	1,62%	0,12%
Inflação Economias Avançadas	2,70%	1,98%	1,38%	1,38%	0,31%
<b>Dados Sobre Reservas (Em Bilhões de Dólares)</b>					
Varição das Reservas - Emergentes	736,42	423,77	544,39	95,98	-579,60
Varição das Reservas - America Latina e Caribe	108,08	59,15	12,48	39,79	-28,63

Fonte: FMI, Banco Mundial, U.S. Bureau of Labor Statistics e Federal Reserve Bank of St. Louis; Elaboração Própria

**\* Nota: Inflação Estados Unidos foi calculado a partir da variação de médias anuais do Consumer Price Index; A China está incluída nos Emergentes**

Como pode ser observado na Tabela 5, essas condições presentes no período de “retomada súbita” se mantiveram entre os anos de 2011 e 2014. Contudo, pode-se perceber que o quadro apresenta uma gradual deterioração do ponto de vista do crescimento chinês e da variação de reservas para a América Latina e o Caribe. Essa piora do cenário internacional segue até a entrada na fase “tempestade perfeita” no ano de 2015.

Segundo Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017), dois fatores foram relevantes para explicar a gradual piora e posterior reversão do cenário favorável. O primeiro e mais direto foi a desaceleração do crescimento chinês e o segundo fator foram os sinais de normalização da política monetária norte-americana.

**Gráfico 13 – Índice de Preço das *Commodities* (2006 = 100, 2011 a 2015)**

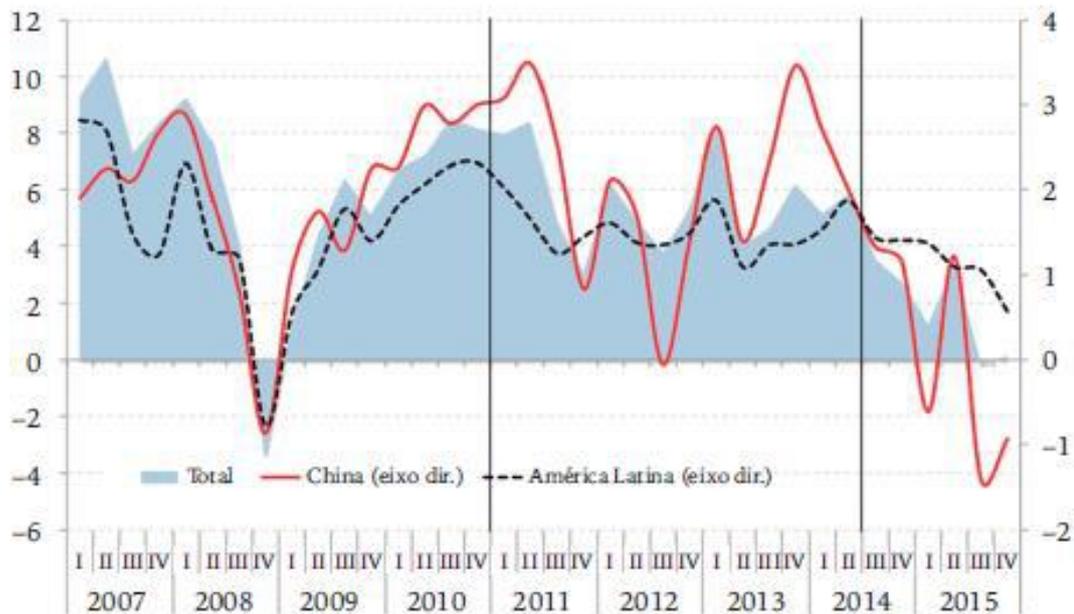
Fonte: FMI; Elaboração Própria

\* **Nota: Estão incluídos os combustíveis no índice**

Através da Tabela 5, é possível observar que o crescimento chinês desacelera durante o período e o impacto desse movimento nos preços internacionais das *commodities* é demonstrado no Gráfico 13. Ocorreu uma queda contínua dos preços até atingir um valor bem próximo do observado em 2005. Do mesmo modo que a movimentação ascendente dos preços gerou um impacto positivo nos países emergentes, chegando a afetar a dinâmica de crescimento das economias menores e menos diversificadas, esse movimento de declínio gerou o resultado oposto. No caso das economias maiores e mais complexas, como a brasileira, onde o efeito direto é menos importante, esse movimento causou uma pressão negativa nas Transações Correntes, como será visto na seção seguinte.

### Gráfico 14 – Fluxos de Capital de Não Residentes para Emergentes (2007 a 2015)

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



Fonte: Reproduzido de Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017)

Do ponto de vista do financiamento internacional, há uma conexão entre os fluxos de capital e a normalização da política monetária norte-americana. Contudo, essa relação não é direta e contínua, já que os anúncios de elevação da taxa de juros americana afetam os mercados através das expectativas. Os sinais de normalização datam desde o primeiro semestre de 2013, mas a elevação da taxa básica de juros só veio a se materializar no final de 2015. Enquanto isso, os outros países que emitem “moedas *funding*” para os fluxos de capital mantiveram ou até ampliaram seus relaxamentos monetários. Dessa forma, como pode ser visto no Gráfico 14, os fluxos de capital para à América Latina se mantiveram estáveis durante todo o período de “pós-bonança”, mesmo que abaixo dos patamares das fases anteriores.

Portanto, o cenário internacional presente na fase “pós-bonança”, que engloba quase todo o primeiro mandato do governo Dilma, é certamente mais instável e incerto do que o vivenciado pelo seu antecessor, mas não exatamente contrário. O fato de ter havido um fluxo de capitais um pouco menor para emergentes do que no período anterior não invalida a caracterização dessa fase como de excesso e não de falta de financiamento internacional.

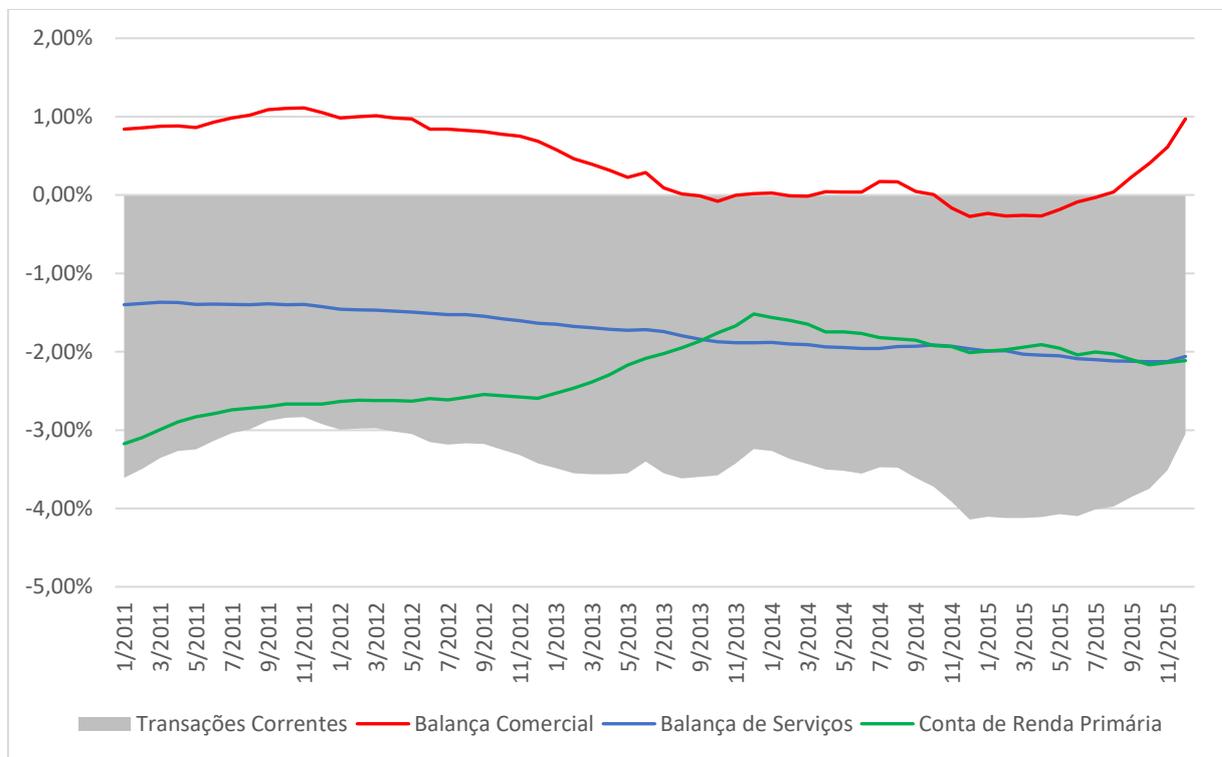
Esse cenário positivo se reverte de maneira abrupta na fase “tempestade perfeita”, com forte queda dos preços internacionais das *commodities* e menor financiamento internacional. Dessa forma, os sinais advindos do setor externo são marcadamente negativos, em contraste com a fase anterior.

### 3.2 ANÁLISE DAS CONTAS EXTERNAS

Seguindo a estrutura do capítulo anterior, nesta seção serão analisadas as contas externas brasileiras, visando analisar o impacto do cenário internacional caracterizado anteriormente. Serão analisadas as principais subcontas do Balanço de Pagamentos e da Posição Internacional de Investimento para o período 2011-2015.

#### 3.2.1 Transações Correntes e Principais Subcontas

**Gráfico 15 – Transações Correntes e Principais Subcontas (% do PIB, 2011 a 2015)**



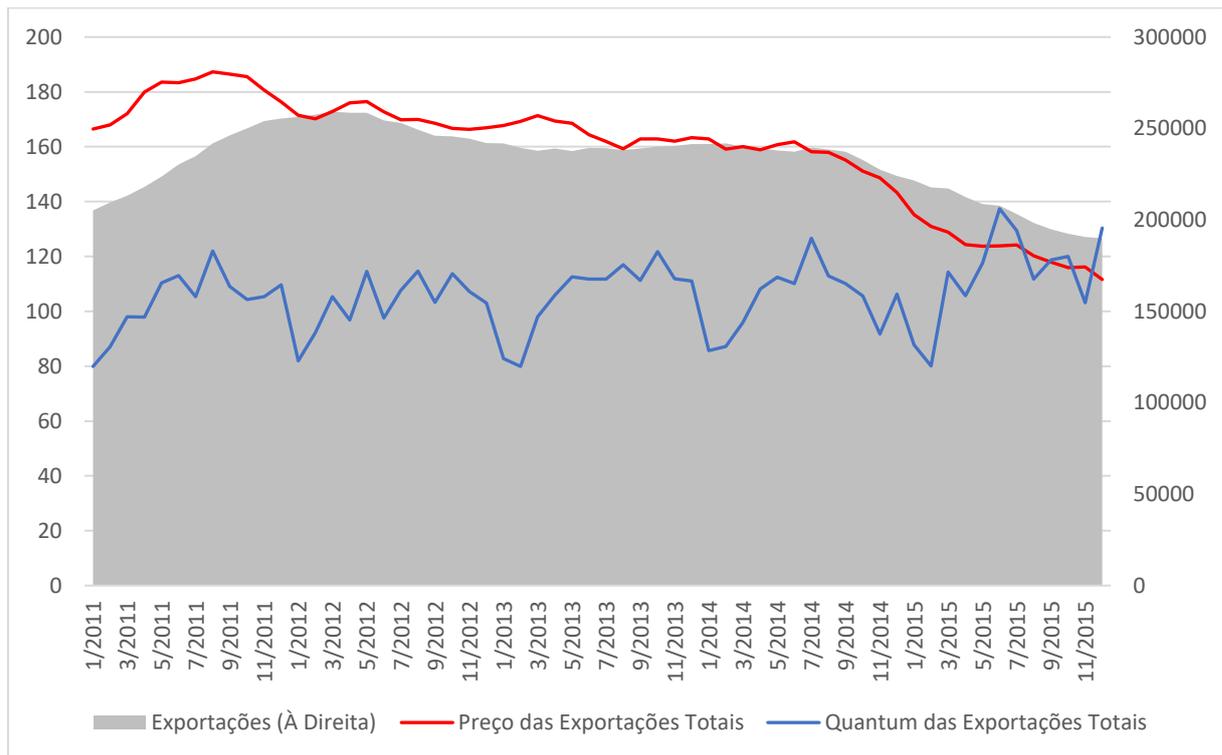
Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais, tabelas especiais; Elaboração Própria

**\*Foi omitida a conta de rendas secundárias, essa subconta foi positiva em todos os anos.**

O Gráfico 15 ilustra o comportamento das Transações Correntes e as suas principais subcontas. Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017) também propõem uma periodização de três etapas para as Transações Correntes. Essas etapas estão relacionadas com as fases “pós-bonança” e “tempestade perfeita” caracterizadas na seção anterior, mas não são idênticas, visto que a Conta de Transações Correntes foi mais influenciada por tendências estruturais e o comportamento da economia doméstica do que pela evolução da taxa de câmbio.

A primeira etapa ocorreu entre 2011 e 2013, onde há um déficit praticamente estável que gira em torno de 3% do PIB. A segunda aconteceu no ano de 2014, quando houve uma piora do déficit até ultrapassar a marca de 4% do PIB. Na terceira, que ocorreu em 2015, há uma diminuição do déficit, como resposta ao ajuste de política econômica iniciado no segundo mandato da presidente Dilma.

**Gráfico 16 – Exportações Acumuladas em 12 Meses (US\$ Milhões, 2011 a 2015), Preço e Quantum Exportações Totais (Índice 2006 = 100, 2011 a 2015)**



Fonte: Funcex Data e Banco Central do Brasil, Elaboração Própria

Olhando para o Gráfico 16, é possível ter uma visão mais completa dos determinantes das exportações durante o período. Observa-se uma tendência de queda contínua do preço das exportações totais, esse movimento se verifica em quase todos os anos do período. Esse dado é condizente com o cenário posto na seção anterior, onde a desaceleração chinesa fez com que os preços internacionais das *commodities* caíssem. É possível ver o efeito claro no Brasil através da queda de aproximadamente 32% no acumulado do período. Sobre o *quantum* exportado, este apresenta uma situação de quase estabilidade, com o índice flutuando entre 80 e 120 pontos. Essa marca só é batida no ano de 2015, com o já citado ajuste realizado após as eleições de 2014.

Com relação ao resultado da série das exportações, se vê uma situação de crescimento até o terceiro mês de 2012, passando para uma queda contínua até meados de 2013, seguida por uma estabilidade até 2015. Neste ano, ocorreu uma piora mais acentuada das exportações, acompanhando a queda dos preços, que é fruto da reversão do cenário internacional comentada na seção anterior.

**Tabela 6 – *Quantum* Exportado Por Categoria (Índice 2006 = 100, Variação em Relação ao Ano Anterior, 2011 a 2015)**

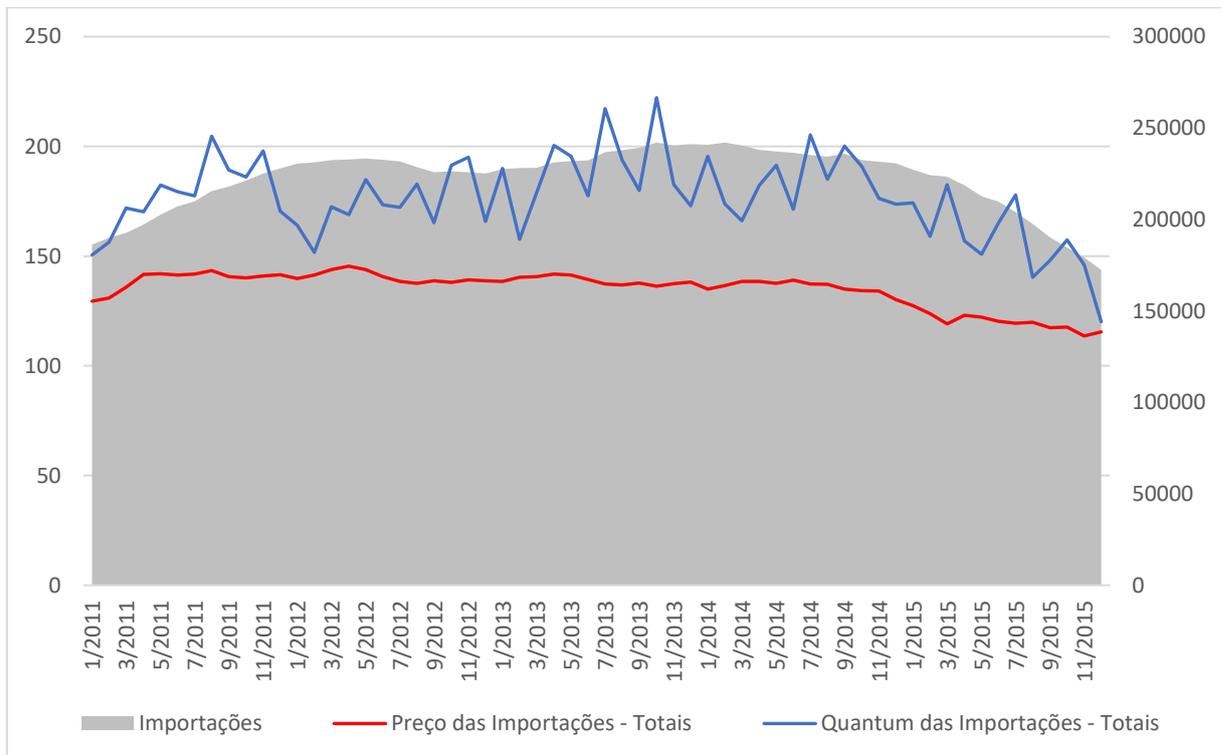
	2011		2012		2013		2014		2015	
	Índice	%	Índice	%	Índice	%	Índice	%	Índice	%
Produtos Básicos	133	4%	134	1%	136	1%	144	6%	163	13%
Produtos Semi-manufaturados	107	6%	105	-2%	108	3%	107	-1%	116	8%
Produtos Manufaturados	84	2%	83	-1%	87	5%	76	-13%	78	2%

Fonte: Funcex Data, Elaboração Própria

\* **Nota:** Índice dos anos foi construído através da média dos meses

Seguindo para uma análise do *quantum* exportado por categoria, é possível observar na Tabela 6 a evolução dos produtos básicos, dos semimanufaturados e dos manufaturados. Os três índices demonstram uma certa estabilidade até o ano de 2013, apresentando pequenas variações anuais. Em 2014, ocorreu uma redução forte do *quantum* exportado de produtos manufaturados. A partir do ano de 2015, houve um aumento nas três categorias devido ao ajuste de política econômica feito neste ano. Chama a atenção, o crescimento contínuo dos produtos básicos (crescendo aproximadamente 23% no acumulado), mesmo com a gradual piora do cenário internacional. Em 2015, estes também demonstram a maior variação, de 13%, frente a apenas 2% dos produtos manufaturados. Esses dois fatos apontam para a continuidade do processo citado no capítulo anterior de especialização regressiva da pauta de exportações.

**Gráfico 17 – Importações Acumuladas em 12 Meses (US\$ Milhões, 2011 a 2015), Preço e *Quantum* Importações Totais (Índice 2006 = 100, 2011 a 2015)**



Fonte: Funcex Data e Banco Central do Brasil, Elaboração Própria

No Gráfico 17, se observa que preço das importações totais teve uma variação muito pequena entre 2011 e 2014, a partir de 2015 ocorreu uma queda mais acentuada (cerca de 9% no ano). Dessa forma, é possível ver uma situação de quase estabilidade clara, apontando que o principal determinante do valor das importações foi o *quantum* importado. Sobre o *quantum*, este apresenta um crescimento até o ano de 2013. Contudo, a partir de meados de 2014 a série passou a apresentar uma tendência de queda que durou até o final de 2015, ocorreu uma forte redução (da ordem de 17% no acumulado entre 2013 e 2015).

A série das importações apresentou também um desempenho que acompanhou a do *quantum* importado. Ocorreu um aumento das importações até o ano de 2013, depois passaram a demonstrar uma tendência de queda a partir de 2014. Esse movimento é explicado pela desaceleração do mercado doméstico vista no Gráfico 12.

**Tabela 7 – *Quantum* Importado por Classe de Utilização (Índice 2006 = 100, Variação em Relação ao Ano Anterior, 2011 a 2015)**

	2011		2012		2013		2014		2015	
	Índice	%	Índice	%	Índice	%	Índice	%	Índice	%
Bens de Capital	253	14%	259	2%	262	1%	235	-10%	196	-17%
Bens Intermediários	162	6%	160	-2%	174	9%	171	-2%	143	-16%
Bens de Consumo Duráveis	406	26%	326	-20%	304	-7%	262	-14%	190	-28%
Bens de Consumo Não Duráveis	208	15%	213	3%	232	9%	235	1%	219	-6%
Combustíveis	136	4%	131	-3,9%	157	20%	160	2%	142	-11%

Fonte: Funcex Data, Elaboração Própria

\* **Nota:** Índice dos anos foi construído através da média dos meses

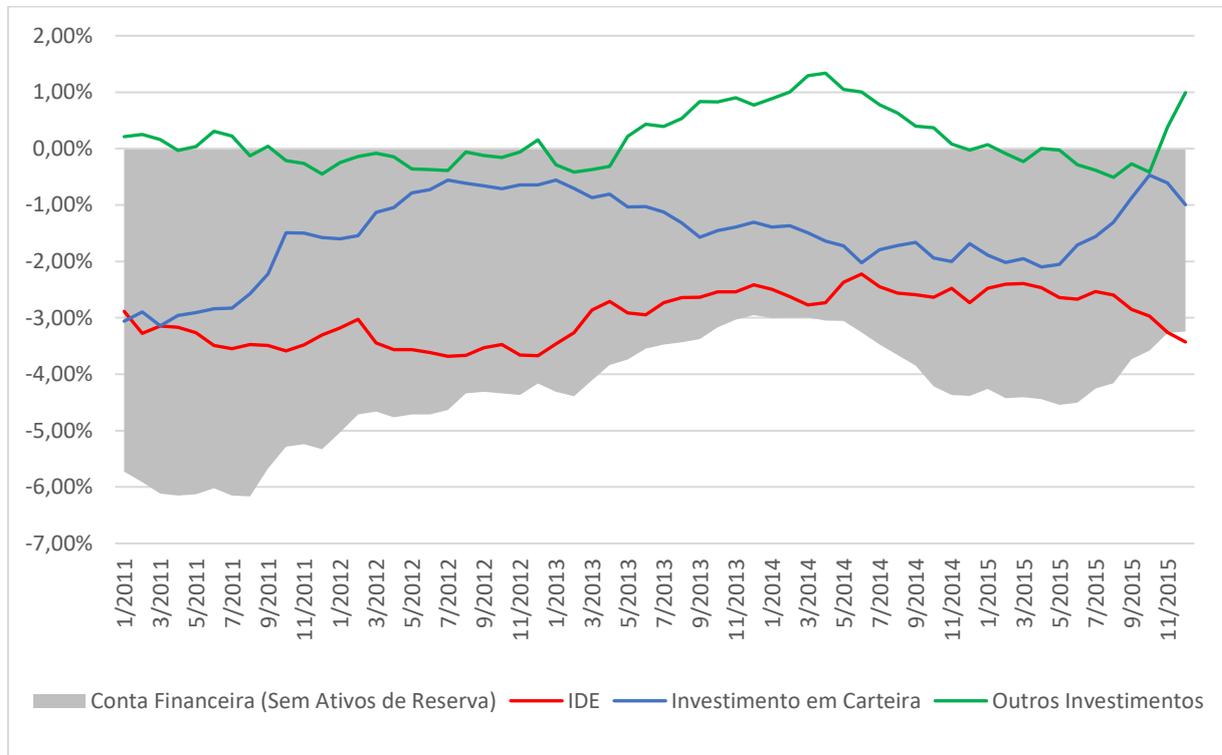
Na Tabela 7, é demonstrada a evolução do *quantum* importado por categoria de uso entre os anos de 2011 e 2015. Como pode ser visto, de forma geral, o desempenho dos índices está condizente com a desaceleração da economia doméstica a partir de 2011. Destaca-se a forte queda dos bens de consumo duráveis, acumulando uma redução de aproximadamente 53% no período. Outro destaque é a queda acumulada dos bens de capital e bens intermediários, sendo cerca de 22% e 12%, respectivamente. Bens de consumo não duráveis e combustíveis apresentaram um pequeno aumento no período, apesar do desempenho fraco da economia brasileira.

Seguindo para as outras subcontas das Transações Correntes, a Balança de Serviços apresentou déficit crescente que girou em torno de 1,5% do PIB durante todo o período. As principais rubricas que causaram esse resultado negativos são as mesmas do capítulo anterior, Viagens (de 0,5% para 0,64% do PIB) e Aluguel de Equipamentos (de 0,62% para 1,20% do PIB). A primeira, conforme já foi dito, tem um desempenho mais conjuntural e seu comportamento é explicado pela evolução da taxa de câmbio e pelo crescimento da economia doméstica, ainda que declinante (como visto no Gráfico 12). Sobre a segunda rubrica, Aluguel de Equipamentos, o resultado ainda se deveu às importações realizadas pela Petrobrás para a exploração do pré-sal, esse ponto indica uma maior dependência estrutural do Brasil com relação aos serviços internacionais neste período.

Por fim, sobre a Conta de Renda Primária, a redução do déficit observada no Gráfico 15 foi causada pela rubrica de Renda do Investimento Direto e se deveu ao item de Lucros Reinvestidos. Isso se trata de um efeito contábil fruto da mudança de metodologia para a sexta edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimento (BPM6). Os Lucros Reinvestidos não eram contabilizados anteriormente, mas passaram a fazer parte da Conta de Renda Primária e da subconta de Investimento Direto da Conta Financeira. Contudo, como a série brasileira antiga de Lucros Reinvestidos foi terminada em 1999, por falta de informações, a série atual só pôde ser retroagida até o ano de 2009. Dessa forma, a queda acentuada do déficit na Conta de Renda Primária é um efeito contábil.

### 3.2.2 Conta Financeira e Principais Subcontas

**Gráfico 18 – Conta Financeira e Principais Subcontas (% do PIB, 2011 a 2015)**



Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais, tabelas especiais; Elaboração Própria

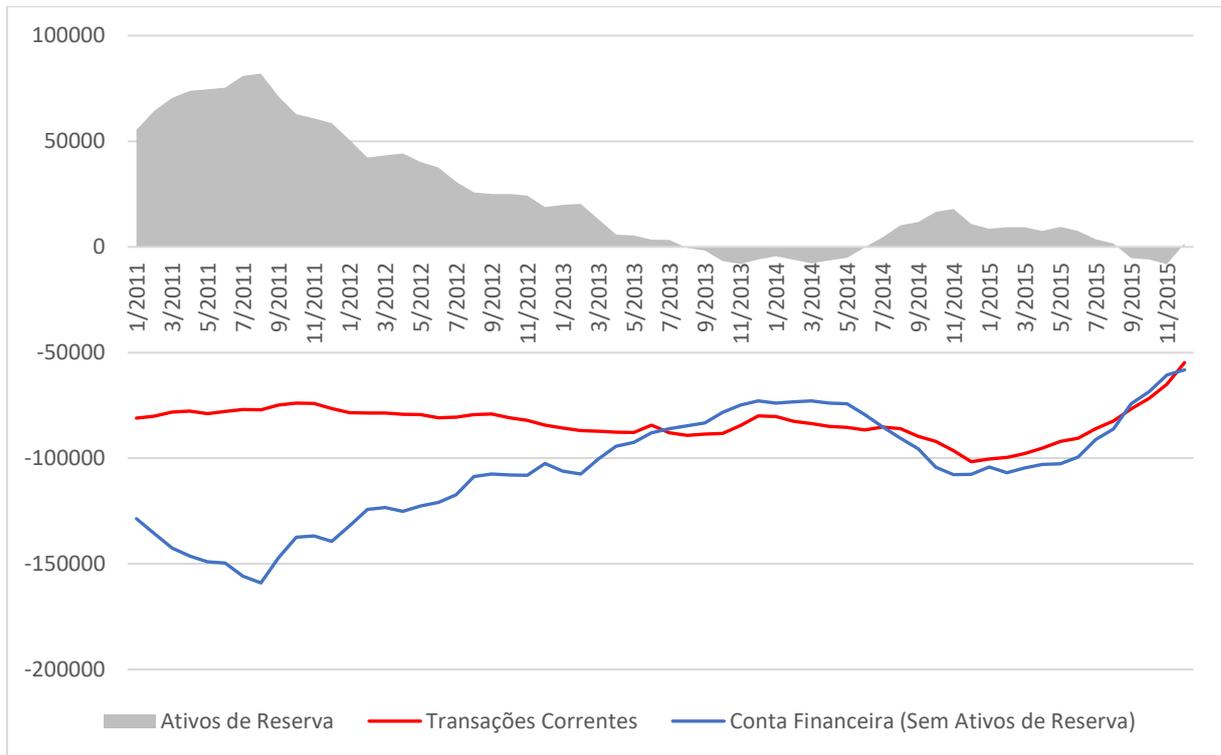
Partindo para a análise da Conta Financeira, é possível observar no Gráfico 18 que houve financiamento para o Brasil durante todo o período. Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017), também dividem a Conta Financeira em três etapas idênticas às propostas para as Transações Correntes. Estas seriam: uma primeira, que vai de 2011 a 2013; uma segunda, que engloba o ano de 2014; e uma terceira, que se refere ao ano de 2015.

A primeira etapa pode ser entendida como uma redução controlada da entrada de recursos externos. Como foi mostrado no Gráfico 15, as Transações Correntes neste período apresentaram um déficit praticamente estável que girou em torno de 3% do PIB, enquanto o resultado da Conta Financeira chegou a passar 6% do PIB entre março e agosto de 2011. Assim, estava ocorrendo um excesso de financiamento internacional e, por isso, as autoridades brasileiras optaram por tentar reduzir essa entrada de recursos externos além do que era necessário.

De acordo com os autores, dois instrumentos foram utilizados para efetuar essa redução dos fluxos de capitais para o país. O primeiro foi uma queda contínua do diferencial de juros até o primeiro trimestre de 2013 e o segundo foi a imposição gradativa de controle à entrada de capitais. Como pode ser visto no Gráfico 18, essas medidas obtiveram êxito em reduzir os fluxos de capitais para o país e em melhorar a composição do financiamento, visto que a série Investimentos em Carteira se reduziu tornando o Investimento Estrangeiro Direto a forma principal de financiamento. Já foi comentado no capítulo anterior que os Investimentos em Carteira e os Outros Investimentos são mais voláteis do que o Investimento Estrangeiro Direto, por isso essa mudança de composição é benéfica. Contudo, já a partir do segundo trimestre de 2013, essa melhora vai sendo gradativamente revertida.

Durante a segunda etapa, em 2014, se vê no Gráfico 18 que ocorreu novamente um aumento da entrada de capitais e a melhora da composição citada anteriormente continua seu processo de reversão. Como foi visto no Gráfico 15, o déficit em Transações Correntes piorou durante nesse período chegando a ultrapassar a marca de 4% do PIB no final de 2014. Dessa forma, este aumento de financiamento externo era de fato necessário e não mais um excesso como anteriormente.

Na terceira e última etapa, ocorreu uma progressiva redução do financiamento externo como se observa no Gráfico 18. Segundo Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017), essa redução aconteceu mesmo com aumento do diferencial de juros e depreciação do real. Para os autores, contaram determinantes domésticos como o colapso de vários setores produtivos importantes e a grave incerteza política que marcou o ano no país, além da própria reversão do ciclo internacional de liquidez.

**Gráfico 19 – Variação das Reservas Acumulada em 12 Meses (US\$ Milhões, 2011 a 2015)**

Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais, tabelas especiais; Elaboração Própria

Seguindo para o Gráfico 19, é possível observar o resultado das Transações Correntes, da Conta Financeira (sem reservas) e dos Ativos de Reserva. Observa-se que o país continuou acumulando reservas durante quase todo o período, com exceção de dois momentos: entre agosto de 2013 e junho de 2014; e entre setembro e dezembro de 2015.

Neste Gráfico 19, também é possível ver os efeitos das medidas de redução da entrada de recursos estrangeiros citadas anteriormente. Os Ativos de Reserva se reduziram durante toda a primeira etapa, até se tornarem negativos. Durante a segunda, com aumento dos fluxos de capitais para o país, a rubrica voltou a apresentar valores positivos a partir de meados de 2014. E, por fim, durante a terceira etapa, a rubrica voltou a ter desempenho negativo, demonstrando o alinhamento do país com a reversão do ciclo de liquidez internacional.

Dessa forma, a conclusão desta subseção é que independente de um cenário internacional gradualmente adverso, o Brasil se mostrou capaz de obter financiamento externo quando foi necessário, chegando até a selecionar o tipo de capital que desejava para financiar seu déficit em Transações Correntes. Portanto, não se observa na escassez de financiamento internacional uma razão para o desempenho ruim da economia brasileira no período.

### 3.2.3 Análise Patrimonial

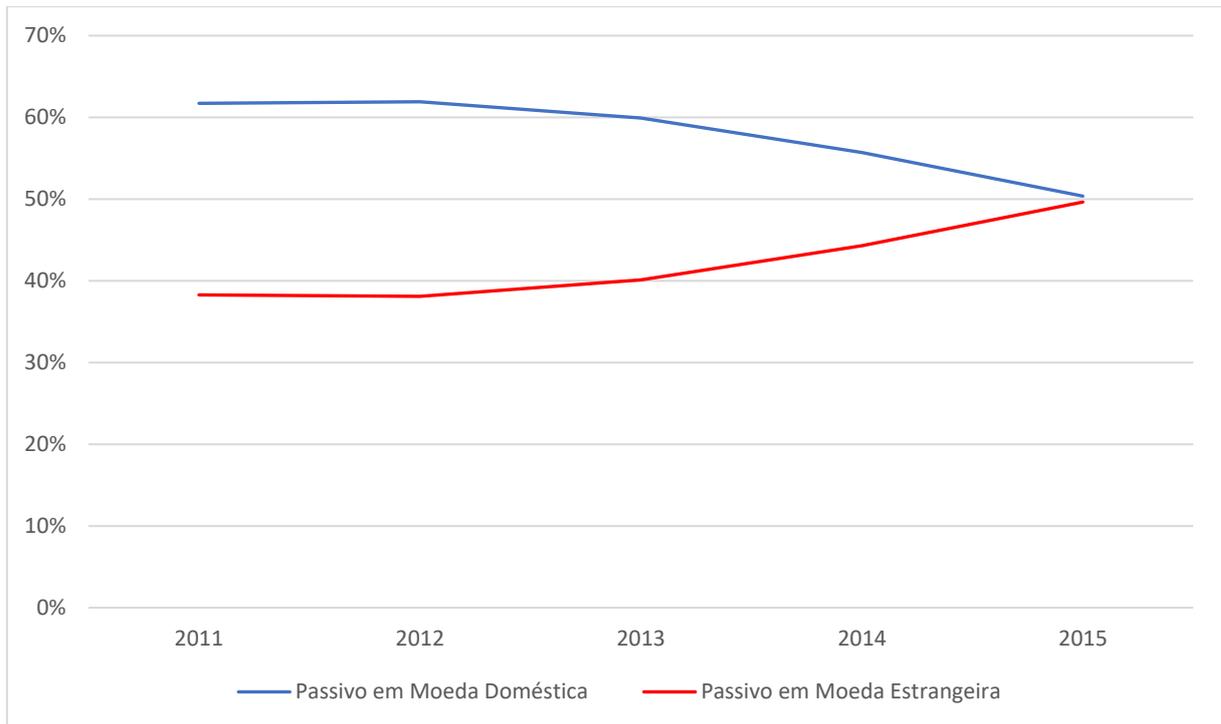
**Tabela 8 – Posição Internacional de Investimento (US\$ Milhões, 2011 a 2015)**

<b>Discriminação</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Posição de investimento internacional (A-B)</b>	<b>-820.350</b>	<b>-794.826</b>	<b>-723.915</b>	<b>-705.914</b>	<b>-374.684</b>
<b>Ativo</b>	<b>650.579</b>	<b>739.042</b>	<b>759.739</b>	<b>822.720</b>	<b>808.357</b>
Investimento direto no exterior	206.187	270.864	300.791	334.375	323.293
Investimentos em carteira	28.485	22.124	25.437	35.009	30.916
Derivativos financeiros (exceto reservas)	668	555	647	594	680
Outros investimentos	63.227	72.351	74.056	89.191	97.004
Ativos de reservas	352.012	373.147	358.808	363.551	356.464
<b>Passivo (B)</b>	<b>1.470.929</b>	<b>1.533.868</b>	<b>1.483.654</b>	<b>1.528.634</b>	<b>1.183.042</b>
Investimento direto no país	695.505	731.175	724.781	725.872	568.226
Investimentos em carteira	584.765	603.941	554.298	526.380	365.606
Derivativos financeiros (exceto reservas)	4.678	3.028	6.296	37.984	12.219
Outros investimentos	185.981	195.723	198.279	238.398	236.991

Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais, tabelas especiais; Elaboração Própria

\* **Nota: Dados referentes a dezembro de cada ano**

Partindo para a análise patrimonial, é possível observar na Tabela 8 que a Posição de Investimento Internacional do país foi negativa durante todo o período. Os ativos continuaram sua trajetória de crescimento, enquanto o passivo externo apresentou duas quedas, em 2013 e em 2015. Diferentemente do período anterior, a PII apresentou um resultado cada vez menos negativo, significando que os ativos cresceram mais rapidamente que os passivos. Esse fato aponta na direção de uma menor vulnerabilidade externa. Porém, conforme já foi mencionado no capítulo anterior, ainda é necessário realizar uma análise sobre a composição desse passivo externo para avaliar com mais precisão a vulnerabilidade da economia brasileira.

**Gráfico 20 – Composição do Passivo Externo Brasileiro (2011 a 2015)**

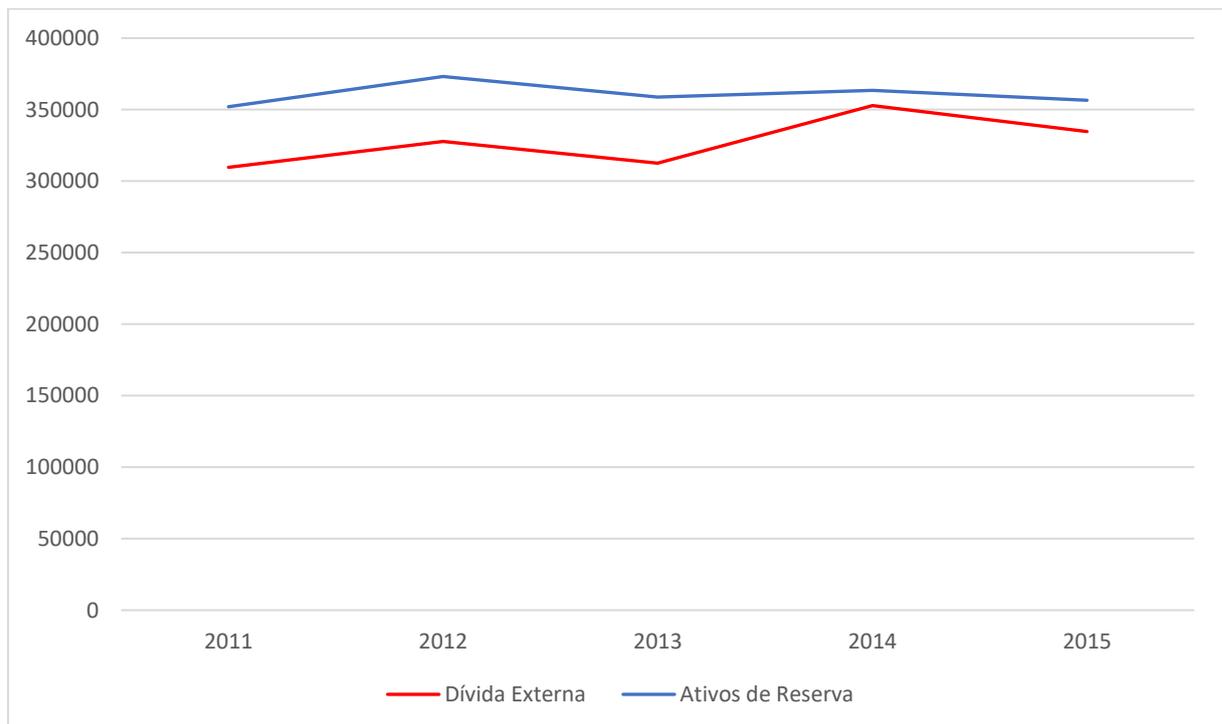
Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais, tabelas especiais; Elaboração Própria

**\* Nota: Passivo Externo denominado em moeda doméstica foi definido como ações negociadas no mercado doméstico mais títulos de dívidas negociados no mercado doméstico mais o investimento estrangeiro direto como forma de participação no capital, exatamente como é definido em Noije (2014).**

Conforme pode ser visto no Gráfico 20, a “Nova Realidade” do setor externo demonstrada no capítulo anterior também permaneceu entre os anos de 2011 a 2015. O passivo denominado em moeda doméstica continuou sendo predominante no passivo externo brasileiro. Como já explicado, essa mudança é de vital importância pois esse tipo de passivo sofre uma dupla desvalorização em conjunturas internacionais desfavoráveis. Quando há uma fuga de capitais do Brasil, ocorre uma desvalorização cambial que reduz esse passivo em moeda estrangeira. Além disso, esses ativos possuem seus preços definidos no mercado, de forma que quando os agentes se desfazem deles seus preços caem, causando uma segunda desvalorização nesta parcela denominada em reais.

Essa “desdolarização” do passivo externo foi importante novamente para reduzir a vulnerabilidade externa do país durante a reversão dos fluxos de capital ocorrida na fase “tempestade perfeita”. Como pode ser observado na Tabela 8, entre 2014 e 2015 quando há uma desvalorização cambial de 47%, ocorreu uma redução de 345.592 milhões de dólares (aproximadamente 22%) no passivo externo. Uma parte dessa queda do passivo se deveu à desvalorização da parcela denominada em moeda doméstica. Esse movimento foi semelhante ao ocorrido no ano de 2008.

**Gráfico 21 – Dívida Externa e Ativos de Reserva (US\$ Milhões, 2011 a 2015)**



Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais, tabelas especiais; Elaboração Própria

Exatamente como feito no capítulo anterior, a Dívida Externa foi definida nesse Gráfico 21 como em Noije (2014), sendo a soma dos Títulos de Dívida emitidos no exterior com o item Outros Investimentos. É possível observar, que os Ativos de Reserva permaneceram sendo maiores que a Dívida Externa, mesmo com o aumento da última em 2014. Dessa forma, o país continuou tendo Dívida Externa Líquida negativa durante todo o período. Este fato também aponta, juntamente com a composição do passivo externo, para uma menor vulnerabilidade externa.

**Tabela 9 – Indicadores de Vulnerabilidade, Liquidez e Solvência**

Indicadores de Vulnerabilidade Externa, Liquidez e Solvência	2002	2011	2012	2013	2014	2015
Serviço da dívida/exportações (%)	82,7%	34,2%	26,9%	35,2%	29,8%	65,6%
Serviço da dívida/PIB (%)	9,9%	3,3%	2,6%	3,4%	2,7%	6,9%
Juros/exportações (%)	23,6%	5,2%	5,8%	5,9%	6,5%	7,6%
PECP/Reservas	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	0,8

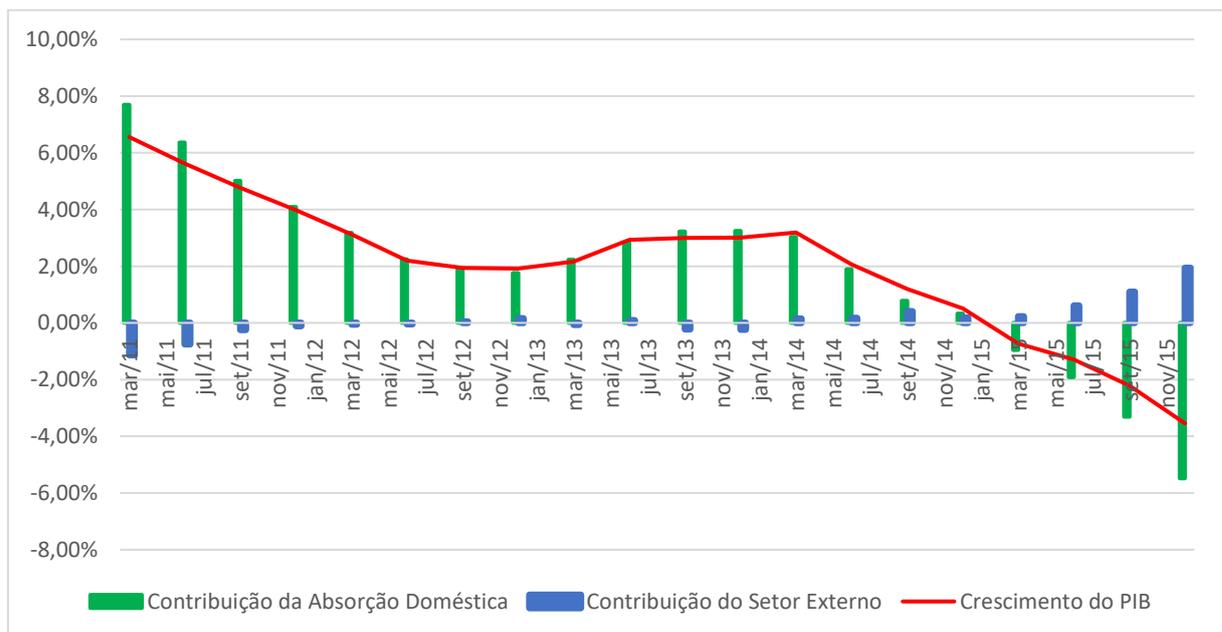
Fonte: Banco Central do Brasil, séries temporais, tabelas especiais; Elaboração Própria

A Tabela 9, apresenta um conjunto de indicadores tradicionais de solvência e liquidez. Observa-se uma piora muito concentrada no ano de 2015, onde ocorreu a fase “tempestade perfeita” (ano de recessão e desvalorização cambial). Neste ano, houve aumento do serviço da dívida com relação às exportações e ao PIB, como também um aumento na razão entre juros e exportações. Contudo, conforme afirma Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017), essa situação observada no ano de 2015 ainda era muito mais confortável do que a presente em 2002. Dessa forma, se reforça a conclusão da subseção anterior, de que não houve um problema de liquidez ou de solvência no período pré-crise, não podendo apontar a escassez de divisas como razão objetiva para a crise em 2015.

### 3.3 CONTRIBUIÇÕES PARA O CRESCIMENTO

#### 3.3.1 Análise das Contribuições

**Gráfico 22 – Contribuição da Absorção Doméstica e do Setor Externo (Acumulado em 12 Meses, 2011 a 2015)**



Fonte: IBGE; Elaboração Própria

Conforme pode ser visto no Gráfico 22, a absorção doméstica continuou contribuindo de forma positiva para o PIB até o ano de 2015. A sincronia entre o crescimento do PIB e a contribuição da absorção doméstica é clara, as duas séries caminharam na mesma direção durante todo o período. Também é possível observar a contribuição do setor externo para o PIB. De imediato, se percebe que esta foi bem pequena, com exceção do final da série onde a mesma passa a se tornar progressivamente mais positiva. Dessa forma, a desaceleração da economia foi causada pela redução da contribuição da absorção doméstica e não pela do setor externo.

Sobre a evolução do coeficiente de importação, este apresenta 11 trimestres de subida dentre os 20 trimestres do período. De 2011 até o terceiro trimestre de 2012, se observa um aumento contínuo, seguido por três trimestres de redução passando para uma nova sequência de aumentos que dura do terceiro trimestre de 2013 até o segundo trimestre de 2014. A partir desse momento, o coeficiente de importação sofreu reduções constantes até o fim da série, por conta da desaceleração da economia e do ajuste de política econômica ocorrido em 2015.

Realizando o mesmo exercício feito no capítulo anterior (gráfico mostrado no Apêndice), de se retirar o efeito redutor das importações ( $m$ ) da contribuição da absorção doméstica ( $d$ ) ao invés da contribuição das exportações ( $x$ ), se observa que a última continuou sendo muito menor numericamente ( $d - m > x$ ). Tal fato reforça o argumento que a desaceleração vista neste período foi ocasionada pela redução da contribuição da absorção doméstica.

Portanto, a conclusão que se chega através da análise dos dados apresentados nesta seção, é que as exportações podem ter contribuído para a desaceleração do crescimento a partir de 2011. Contudo, essa contribuição tem que ser posta em perspectiva, já que considerando o efeito redutor das importações, o impacto do setor externo provavelmente foi neutro, não contribuindo nem positivamente nem negativamente. De todo modo, o setor externo não foi o componente fundamental para se explicar a desaceleração da economia brasileira nem a subsequente crise. A maior contribuição para a desaceleração foi da absorção doméstica, e como afirmado em Lara (2015), especificamente do consumo das famílias e do investimento. Dado que o maior peso da absorção doméstica é mantido mesmo retirando o efeito redutor do crescimento das importações, se conclui que de fato este foi o componente fundamental para o desempenho da economia brasileira no período.

Dessa forma, os dados mostrados nesta seção estão condizentes com o quadro apresentando por Serrano e Summa (2015) e Lara (2015) de que as principais causas para a desaceleração e para a crise foram domésticas - especificamente o comportamento da absorção doméstica e que este foi causado pela mudança de política econômica ocorrida na transição do governo Lula para o governo Dilma, visto que a queda da contribuição da absorção doméstica começou a partir de 2011. Passou a ser adotada uma política de contenção da demanda doméstica e de estímulos à oferta, a qual não foi bem-sucedida tendo em vista que prejudicou o componente que liderava o crescimento brasileiro e falhou em substituí-lo.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

No primeiro capítulo, foi feito o mapeamento da literatura sobre o período analisado. Observou-se que existe uma certa convergência com relação ao papel do setor externo durante o primeiro mandato do governo Lula: houve em um primeiro momento um crescimento puxado pelas exportações e posteriormente a absorção doméstica passou a liderar o processo, com o setor externo atuando primariamente através do relaxamento da restrição externa. Para o governo Dilma, foi visto que o cenário internacional favorável continuou financiando o crescimento, mas há divergências entre os autores sobre as razões para a desaceleração observada da economia e sobre a magnitude da influência das exportações e importações sobre o crescimento.

Através da literatura, chegou-se à conclusão de que o setor externo impacta a economia doméstica por meio de dois efeitos principais. Um indireto, através do financiamento internacional que pode causar relaxamento ou aperto da restrição externa ao crescimento. E um direto, por meio das exportações atuando como fonte de demanda. A partir dessa constatação, seguiu-se para a análise das contas externas e das contribuições dos componentes da demanda agregada para o crescimento, visando dimensionar os dois efeitos.

O segundo capítulo começou o esforço de análise, primeiramente caracterizando o cenário externo favorável dos anos 2003-2010 citado na literatura. Demonstrou-se que o contexto internacional nesse período foi benéfico para o conjunto dos países periféricos. Através da melhoria dos termos de troca, fruto da elevação dos preços internacionais das *commodities*, e do aumento dos fluxos de capital para países emergentes, houve uma folga importante nas contas externas. Ainda nesse capítulo, foram mostrados os efeitos desse contexto favorável nas contas externas brasileiras, chegando à conclusão de que não houve em nenhum momento falta de recursos para financiar as Transações Correntes. Através da análise das contribuições dos componentes da demanda agregada, a conclusão chegada é que o crescimento foi puxado principalmente pela absorção doméstica.

O terceiro capítulo desenvolveu a mesma análise para o período 2011-2015. Na primeira seção, caracterizou-se o cenário internacional, mostrando que as condições que prevaleceram antes da crise de 2008 se remontaram rapidamente, dando continuidade ao contexto externo favorável, mesmo que em patamares inferiores. Na segunda seção, foram demonstrados os efeitos do cenário internacional nas contas externas brasileiras. Ficou claro que não houve escassez de divisas em nenhum momento entre 2011 e 2014, não podendo a falta de financiamento internacional ser uma razão para o comportamento negativo da economia doméstica. Na terceira seção, através dos dados das contribuições, verificou-se que a absorção doméstica passou a ter uma contribuição decrescente e que o crescimento do PIB acompanhou essa redução. Dessa forma, a principal razão para a desaceleração da economia e a subsequente crise foi o comportamento da absorção doméstica, causado pela alteração de política econômica entre os governos Lula e Dilma, a qual minou justamente o componente que puxava o crescimento brasileiro.

Através de uma análise patrimonial, demonstrou-se a mudança qualitativa na composição do passivo externo brasileiro ocorrida entre os anos de 2003 e 2015, que foi chamada na literatura de “Nova Realidade do Setor Externo”. Foi mostrado que a parcela do passivo denominada em moeda doméstica aumentou frente à parcela denominada em moeda estrangeira. Essa mudança é importante pois quando há uma forte desvalorização cambial, essa parte do passivo em reais sofre uma dupla desvalorização, reduzindo o passivo externo como pôde ser visto neste trabalho. Este fato aumentou a resiliência da economia brasileira a conjunturas internacionais desfavoráveis.

Por fim, citam-se alguns pontos que não foram explorados e merecem mais investigação. A especialização regressiva da pauta de exportações é um problema pois a elasticidade-renda das *commodities* é mais baixa que no caso dos produtos manufaturados e semimanufaturados. Dessa forma, este aumento relativo dos produtos básicos nas exportações sugere problemas de natureza mais estrutural nas Transações Correntes cujas as causas e efeitos não foram abordados.

Na subseção metodológica do segundo capítulo foi apontada uma limitação do método alternativo utilizado, que decorre do fato do conteúdo doméstico dos diferentes componentes da demanda agregada não ser necessariamente idêntico. Assim, para se calcular de uma forma mais precisa as contribuições dos componentes seria necessário realizar estimativas específicas sobre o conteúdo importado do consumo, do investimento, dos gastos do governo e das exportações. Essa estimação não foi feita neste trabalho, optando por utilizar uma aproximação válida.

Na literatura também foram citados canais indiretos de influência do setor externo sobre a economia doméstica, diferentes dos analisados e que não são captados nas contas externas. O primeiro exemplo seria a forte presença de multinacionais na economia brasileira, o que faz com que as decisões de investimento e produção responderem mais a estratégias globais do que as condições domésticas de custo e demanda. O segundo exemplo é o fato de a liquidez internacional estar fortemente ligada às políticas monetárias dos países centrais; assim, dependendo do grau de inserção financeira do país, existe forte atrelamento do ciclo doméstico com o ciclo internacional. Os efeitos desses canais indiretos também não foram abordados neste trabalho.

## REFERÊNCIAS

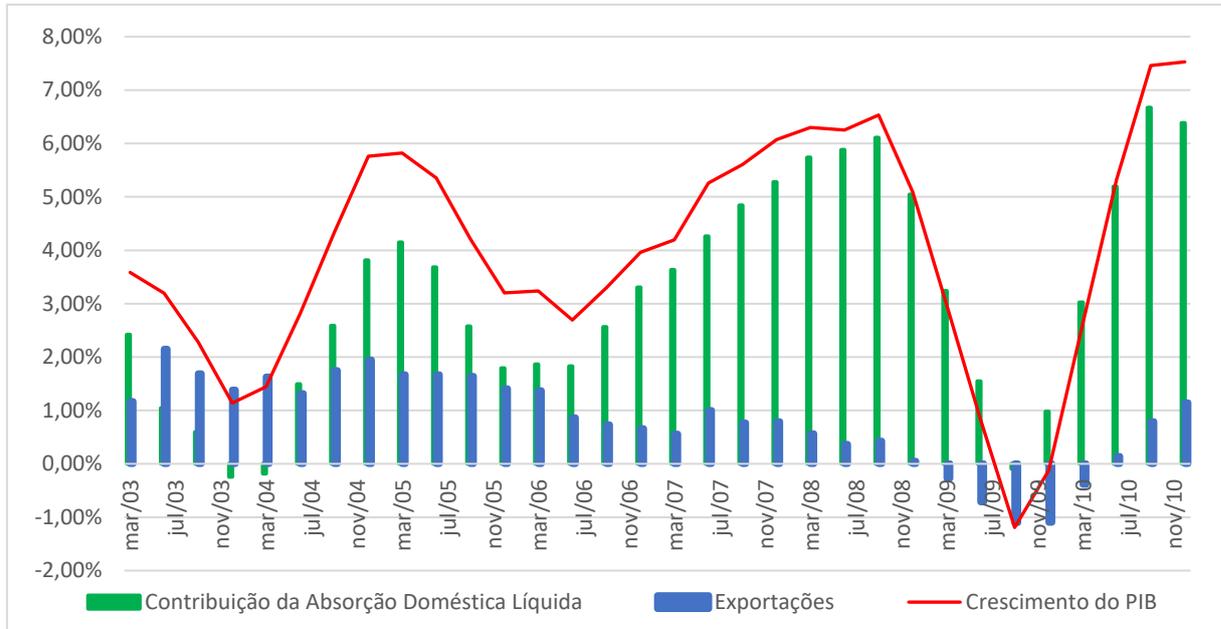
- BARBOSA FILHO, F. H.; PESSOA, S. Desaceleração recente da economia. In: CDPP [Centro de Debate de Políticas Públicas] (Org.). **Sob a luz do Sol: uma agenda para o Brasil**, 2014, p. 15-30.
- BIANCARELLI, A. (2012). **Uma nova realidade do setor externo brasileiro, em meio à crise internacional**. Texto para Discussão, RedeD, 13, 2012.
- BIANCARELLI, A.; ROSA, R.; VERGNHANINI, R. O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise. In: CARNEIRO, Ricardo; BALTAR, Paulo; SARTI, Fernando (orgs). **Para além da política econômica**. São Paulo: Editora Unesp Digital, p. 11-54, 2018.
- BIANCARELLI, A.; ROSA, R.; VERGNHANINI, R. (2017). **New Features of the Brazilian External Sector Since the Great Global Crisis**.
- BIELSCHOWSKY, R; SOUZA, J.A.P. **Evolução macroeconômica e estratégia de desenvolvimento**, em CGEE, 2010, Projeto Brasil 2003-2010
- CARNEIRO, Ricardo. Navegando a contravento: Uma reflexão sobre o experimento desenvolvimentista do governo Dilma Rousseff?. In: CARNEIRO, Ricardo; BALTAR, Paulo; SARTI, Fernando (orgs). **Para além da política econômica** São Paulo: Editora
- GIAMBIAGI, F: “Rompendo com a ruptura: o governo Lula (2003-2010) em **Economia Brasileira Contemporânea**, organização de F. Giambiagi e outros, Campus Editora, 2005.
- LARA, F. M. As contribuições à desaceleração do crescimento no Brasil (2011-14). **Indicadores Econômicos FEE**, v. 43, n. 2, p. 23–40, 2015.
- MEDEIROS, C; SERRANO, F.; FREITAS, F. Regimes de política econômica e o descolamento da tendência de crescimento dos países em desenvolvimento nos anos 2000. In: Dimensões estratégicas do desenvolvimento brasileiro. **Continuidade e mudança no cenário global: desafios à inserção do Brasil**. – Brasília, DF: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos, 2016. v.5.
- MORCEIRO, Paulo César et al. **Vazamento de demanda setorial e competitividade da indústria de transformação brasileira**. Working Paper Series, No 12, University of São Paulo (FEA-USP), 2016.
- NOIJE, P. V. Vulnerabilidade externa e composição da posição internacional de investimentos: Brasil 2001-2010. **Revista de Economia Política**, 2014.
- OCAMPO, J. A. América Latina frente a la turbulencia económica mundial. In: BÁRCENA, A.; PRADO, A. (Org.). **Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI**. Santiago de Chile: CEPAL, 2015. p. 93–110.
- SERRANO, F. Los trabajadores gastan lo que no ganan: Kalecki y la economía americana em los años 2000. **Revista Circus, Buenos Aires**, ano 1, n. 3, p. 7-24, primavera 2008.

SERRANO, F; SUMMA R. “Macroeconomic Policy, Growth and Income Distribution in the Brazilian Economy in the 2000s”. **Investigación Económica**, v.71, n.282, pp.55–92, 2012.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014. **Center for Economic Policy and Policy Research**, n. agosto/2015. Washington, 2015.

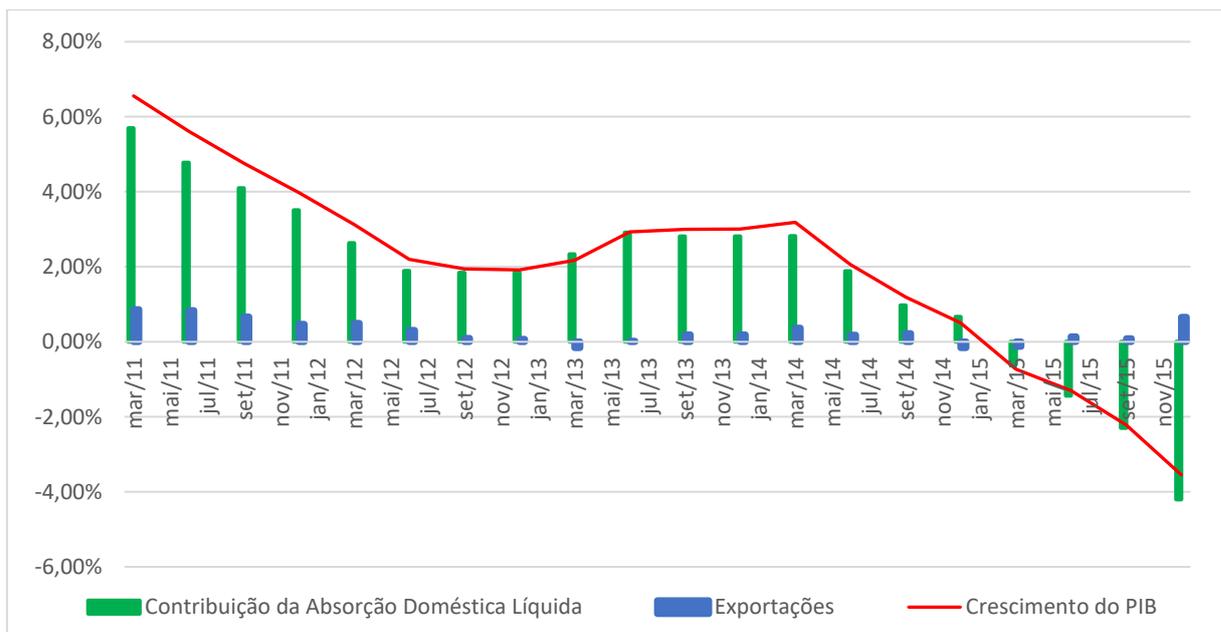
## APÊNDICE A – CONTRIBUIÇÃO DA ABSORÇÃO DOMÉSTICA LÍQUIDA DO EFEITO REDUTOR DAS IMPORTAÇÕES

**Gráfico 23 – Contribuição da Absorção Doméstica Líquida do Efeito Redutor das Importações e das Exportações (Acumulado em 12 Meses, 2003 a 2010)**



Fonte: IBGE; Elaboração Própria

**Gráfico 24 – Contribuição da Absorção Doméstica Líquida do Efeito Redutor das Importações e das Exportações (Acumulado em 12 Meses, 2010 a 2015)**



Fonte: IBGE; Elaboração Própria