
A vulnerabilidade externa da economia brasileira diante o cenário da economia mundial pós-2008: um olhar à luz dos fatores estruturais da sua inserção comercial e financeira (2000-2017)

Cryslaine Flavia da Silva Rodrigues¹

 <https://orcid.org/0000-0002-7995-2172>

Recebido em: 14/10/2023

Aprovado em: 16/01/2024

Resumo

O presente trabalho buscou avaliar a vulnerabilidade externa da economia brasileira diante o cenário da economia mundial pós-2008, lançando algumas considerações acerca dos fatores estruturais da sua inserção comercial e financeira no período 2000-2017. Tendo em vista alcançar tal objetivo, buscou-se fazer uma breve apresentação acerca dos principais fatos e questões que marcam o cenário recente da economia mundial, e também levar em consideração duas abordagens teóricas complementares: 1) as ideias de Raúl Prebisch (1982) acerca da divisão do sistema econômico mundial entre centro e periferia; e 2) a percepção de que o sistema monetário e financeiro internacional apresenta profundas assimetrias, as quais derivam da existência de uma hierarquia de moedas em âmbito internacional. Nesse sentido, ao destacar-se o aprofundamento de incertezas e assimetrias na caracterização da economia mundial, bem como o fato que o Brasil constitui uma economia periférica, especializada em produtos (básicos e semimanufaturados) com baixo valor agregado, e emissora de uma moeda com baixa liquidez internacional, observou-se que a discussão da vulnerabilidade externa da economia brasileira está longe de ser superada, em que pese qualquer melhora nos indicadores conjunturais de vulnerabilidade externa, tais como o expressivo volume de reservas internacionais acumuladas ao longo dos anos 2000.

Palavras-chaves: vulnerabilidade externa; balanço de pagamentos; especialização produtiva; hierarquia de moedas.

Código JEL: E00, F01, F40.

¹ Doutora em Economia do Desenvolvimento pelo Programa de Pós-graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Mestra em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN). E-mail: crys-cg@hotmail.com

The external vulnerability of the Brazilian economy in the post-2008 world economy scenario:

A look considering the structural factors of its commercial and financial insertion (2000-2017)

Abstract

The present work aimed to assess the external vulnerability of the Brazilian economy in the face of the post-2008 world economic scenario, launching some considerations about the structural factors of its commercial and financial insertion in the period 2000-2017. To achieve this objective, we sought to make a brief presentation about the main facts and issues that mark the recent scenario of the world economy and also to take into consideration two complementary theoretical approaches: 1) the ideas of Raúl Prebisch (1982) about the division of the world economic system between center and periphery; and 2) the perception that the international monetary and financial system presents profound asymmetries, which derive from the existence of a hierarchy of currencies at an international level. In this sense, highlighting the deepening of uncertainties and asymmetries in the characterization of the world economy, as well as the fact that Brazil constitutes a peripheral economy, specialized in products (basic and semi-manufactured) with low added value, and issuing a currency with low liquidity internationally, it was observed that the discussion of the external vulnerability of the Brazilian economy is far from being overcome, despite any improvement in cyclical indicators of external vulnerability, such as the significant volume of international reserves accumulated throughout the 2000s.

Keywords: external vulnerability; balance of payments; productive specialization; currency hierarchy.

JEL Code: E00, F01, F40.

Introdução

Podendo contar com um cenário externo favorável tanto em termos de comércio (valorização dos preços das principais *commodities* exportadas pelo Brasil) como em termos de finanças (crédito abundante e barato nos mercados internacionais), ao longo do período 2002-2012, a economia brasileira apresentou um significativo dinamismo, especialmente quando comparado ao desempenho obtido durante as décadas de 1980 e 1990, quando o país apresentou uma taxa média de crescimento de apenas 2,4%. Na média do período 2002-2012, o crescimento da economia brasileira foi de 3,8%.²

² As informações acerca das taxas de crescimento do PIB apresentadas nesse trabalho foram obtidas a partir das taxas de variação real anual do PIB brasileiro a preços de mercado, calculadas com base nos dados do Sistema de Contas Nacionais (referência 2000 e 2010) e disponibilizadas pelo Ipeadata (Ipea, 2018).

Embora a média de crescimento obtida no período 2002-2012 tenha sido marcada por uma alternância de períodos com crescimento relativamente mais alto e mais baixo, e também tenha se revelado significativamente menor que o crescimento médio de 6,4% obtido entre os anos de 1930 e 1979, a mesma caracterizou uma “Era dourada” para a economia brasileira, uma vez que também foi acompanhada por outros dois fatos importantes. (1) Em contraste com o conhecido histórico de frequentes e sucessivos déficits, durante grande parte do primeiro decênio dos anos 2000, o saldo das transações correntes brasileiras passou a apresentar superávits, principalmente, em decorrência dos crescentes superávits na balança comercial de bens verificados até 2006. (2) Em que pese o surgimento de expressivos déficits no saldo das transações correntes do país a partir da eclosão da crise financeira de 2007/2009 – os quais foram acompanhados de uma deterioração no saldo não só da balança de serviços (historicamente deficitária no Brasil), mas também da balança comercial de bens (com esta tornando-se deficitária no ano de 2014) –, o país pode contar com um grande volume de reservas internacionais acumuladas ao longo dos anos 2000, totalizando, aproximadamente, US\$374 bilhões em 2017. Além disso, se por um lado, as medidas de afrouxamento monetário e fiscal, implementadas como mecanismos de enfrentamento aos efeitos da grande crise financeira, acabaram contribuindo para a supramencionada deterioração no saldo da balança comercial de bens e na balança de serviços (já que as importações brasileiras passaram a crescer mais fortemente que as exportações), por outro, tais políticas contribuíram para que a economia brasileira continuasse a apresentar um significativo crescimento de 3,6% ao longo do período 2008-2013.

Tais fatos, tomados em conjunto, fizeram com que muitos analistas chegassem a sugerir que o Brasil havia, finalmente, superado o chamado problema da vulnerabilidade externa. Tal problema condicionou toda a trajetória de crescimento da economia brasileira desde o século XIX (frequentemente resultando em crises cambiais ou de balanço de pagamentos), e conforme Gonçalves (2005) coloca, o mesmo pode ser definido como sendo a capacidade de uma economia resistir a pressões, fatores desestabilizadores e choques externos, isso em função das opções de resposta com os instrumentos de política disponíveis, e dos custos de enfrentamento ou ajuste diante dos eventos externos.

No entanto, face a retirada dos estímulos de política econômica, bem como o aprofundamento da crise financeira global a partir de 2011, e a reversão dos preços internacionais das principais *commodities* exportadas pelo Brasil no período 2013-2016, o crescimento da economia brasileira apresentou uma nítida reversão, alcançando, na média do período 2014-2017, uma taxa de crescimento negativa de -1,4%.

Houve expressiva redução no déficit da conta de transações correntes, que passou de -US\$104,181, em 2014, para -US\$9,792 bilhões, em 2017, mas verificou-se uma dinâmica de ajuste perversa do balanço de pagamentos. A redução no déficit da conta de transações correntes somou US\$ 94,389, mas foi acompanhada por uma deterioração de magnitude similar no saldo da conta financeira, que recuou US\$ 94,468 bilhões, passando as suas captações líquidas de um montante de US\$100,599, em 2014, para US\$6,131 bilhões, em 2017.

Conforme Ribeiro (2016), a redução do déficit nas transações correntes derivou de uma profunda retração da atividade econômica doméstica e de forte desvalorização cambial. Ribeiro (2016) destaca que na ausência de um impulso

externo significativo – na forma de rápido crescimento do comércio mundial e/ou de aumento dos preços das *commodities* de exportação –, para evitar um aumento exacerbado do déficit das transações correntes com o exterior, o país acaba tendo que sacrificar o seu crescimento econômico.

Ao levar em consideração tais fatos, o presente trabalho buscou avaliar a vulnerabilidade externa da economia brasileira diante o cenário da economia mundial pós-2007/2009, lançando algumas considerações acerca dos fatores estruturais da sua inserção comercial e financeira no período 2000-2017.

Tendo em vista alcançar esse objetivo, o trabalho está dividido em quatro seções, além desta introdução.

No âmbito da segunda seção, busca-se fazer uma breve apresentação acerca dos principais fatos e questões que marcam o cenário da economia mundial do período pós-2007/2009, os quais, por si, impõem um relevante quadro de vulnerabilidade não só para o Brasil, mas para a economia mundial. E desta maneira, constitui mais uma justificativa importante para a realização do presente trabalho.

No que diz respeito à terceira seção, busca-se avaliar a vulnerabilidade externa da economia brasileira a partir dos problemas estruturais da sua inserção comercial no período 2000-2017. Nessa perspectiva, a seção está dividida em três subseções. Na primeira, apresenta-se a dinâmica da conta de transações correntes como um sintoma importante da existência de problemas estruturais na inserção comercial brasileira. Na segunda subseção, faz-se uma sumária apresentação das ideias do economista argentino Raúl Prebisch (1982), as quais foram de grande relevância para a formação do pensamento da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL) e serviram de subsídio à análise aqui proposta. Por fim, na terceira subseção são apresentados alguns dados diretamente relacionados aos problemas estruturais da inserção comercial brasileira.

A quarta seção destaca a vulnerabilidade externa da economia brasileira ao longo do período 2000-2017, chamando atenção para alguns fatores estruturais que caracterizam a sua inserção financeira. Ela está dividida em duas subseções. Primeiro, faz-se uma breve retomada às motivações recentes para a análise proposta, observando-se o comportamento da conta financeira. Logo em seguida, adota-se a perspectiva teórica de que o sistema monetário e financeiro internacional apresenta relevantes assimetrias, as quais são fundamentais para entender o caráter de profunda vulnerabilidade externa da inserção financeira brasileira.

Na quinta seção são apresentadas algumas considerações finais.

O cenário da economia mundial pós-eclosão da grande crise financeira global de 2007/2009

Após a economia mundial apresentar um desempenho excepcionalmente favorável durante o período 2002-2007, alcançando uma média de crescimento em torno de 4,2%, o cenário alterou-se profundamente a partir da eclosão, nos Estados Unidos, da grande crise financeira de 2007/2009; ela espalhou-se rapidamente pelo mundo, afetando todo o lado real – nível de produção e renda – da economia mundial.

A rápida resposta das políticas fiscais e monetárias anticíclicas, implementadas nos países desenvolvidos e nos países emergentes, foram bastante importantes no sentido de evitar que a economia mundial voltasse a vivenciar uma grande depressão, isso numa dimensão mais profunda que aquela ocorrida na década de 1930. De um

modo geral, a implementação de tais políticas fez com que rapidamente a economia mundial passasse a apresentar sinais de dinamismo, destacando-se, nesse contexto, as economias emergentes, e dentre elas, o Brasil.

Entretanto, uma vez passados os efeitos mais imediatos dos estímulos de política econômica, pode-se dizer que, mais especificamente a partir dos anos 2011/2012, foi ficando mais claro que, ao invés de uma grande depressão, o mundo passaria a conviver com uma “grande recessão”. E a partir desta, conforme as publicações do Banco Internacional para a Compensação de Pagamentos (BIS, da sigla em inglês) apontam, o baixo crescimento da economia mundial, o fraco crescimento da produtividade total dos fatores, o elevado desemprego, os altos níveis de endividamento público e privado, a presença de ativos problemáticos (verificando-se uma exacerbada valorização nos ativos de ações), e a resultante alta volatilidade nos mercados financeiros, passaram a se combinar para produzir um novo cenário, denominado “novo normal”, marcado pelo aprofundamento de assimetrias, incertezas e instabilidades (BIS, 2014, 2015).

Conforme se verifica nos dados apresentados pelo Fundo Monetário Internacional (IMF, da sigla em inglês), na média do período 2012-2016, o crescimento da economia mundial ficou em torno de 3,4%. Entretanto, expressando o caráter assimétrico deste crescimento, verifica-se que, se por um lado, o bloco de países emergentes e em desenvolvimento foi o que mais contribuiu para o crescimento da economia mundial, apresentando uma média de crescimento em torno de 4,8%, por outro, o bloco de economias desenvolvidas cresceu em torno de uma média de apenas 1,7% (IMF, 2016, 2017).

No que se refere ao bloco de países emergentes e em desenvolvimento, o crescimento dele também se deu de forma bastante assimétrica. Ao sofrer o impacto da forte reversão dos preços internacionais das principais *commodities* exportadas no período 2013-2016, a economia da América Latina e Caribe, na média do período 2012-2016, apresentou um crescimento abaixo da média mundial, em torno de apenas 1,3%. Além disso, vale destacar que, no âmbito deste grupo, a economia brasileira apresentou uma taxa média de crescimento negativa, em torno de -0,4%, a qual se insere numa tendência de longo prazo do Brasil vir apresentando, desde meados da década de 1980, um crescimento sistematicamente abaixo não só da economia mundial, mas também de vários países latino-americanos.

Já no que diz respeito ao caso das economias asiáticas, a média de crescimento ficou em torno de 6,8%, valendo, entretanto, observar que, neste grupo, os dois grandes países emergentes (China e Índia) apresentaram nítidas trajetórias opostas. Ao mesmo tempo em que a China apresentou significativa desaceleração, transitando para taxas de crescimento inferiores a 7%, a Índia exibiu tendência de avanço, apresentando taxas de crescimento em torno de 7%.

Além disso, como expressão de outras assimetrias, incertezas e instabilidades que têm caracterizado o “novo normal” do cenário da economia mundial, verificou-se na agenda do debate intencional uma série de fatos e questões importantes.

Após as principais economias de mercado avançado terem vivenciado uma fase de grande estabilidade entre meados da década de 1980 e início da crise financeira em 2007, a qual ficou conhecida na literatura como a Era da “Grande Moderação” (Group of Thirty, 2015, p. 12), conforme o BIS (2018) aponta, a volatilidade no mercado de ativos financeiros voltou. Entretanto, conforme ponderou o chefe do Departamento Econômico e Monetário do BIS, o economista Claudio Borio

(Borio; Shin, 2018), se por um lado, isto representa um fato saudável, pois, segundo o mesmo, não há nada mais insidioso nos mercados do que a ilusão de calma permanente (e isto, a própria eclosão da grande crise financeira global já demonstrou), por outro, o retorno de tal volatilidade não envolveu toda a classe de ativos; a mesma, em grande parte, confinou-se nos ativos de ações, com algumas ondulações em títulos soberanos e taxas de câmbio.

Adicionalmente, convém destacar que passados, em 2017, dez anos da vigência das políticas monetárias de *quantitative easing* – adotadas pelos bancos centrais das principais economias avançadas como um mecanismo de enfrentamento aos efeitos da grande crise financeira global –, se verificou um grande temor sobre o impacto que o fim destas políticas, ainda que de forma gradual, poderia gerar não só nos mercados financeiros, mas na economia em geral.

Dando suporte à relevância do temor sobre o fim de tais políticas, a publicação do BIS (2013, p. 5) defende que as políticas de acomodação monetária, implementadas pelos principais bancos centrais, foram bastante importantes para conceder tempo à realização de reparos nos balanços financeiros dos grandes bancos, à consolidação fiscal e à realização de reformas mais profundas, no intuito de restaurar o crescimento da produtividade. Entretanto, passados os anos, o tempo não foi bem aproveitado, uma vez que as baixas taxas de juros internacionais e as políticas não convencionais tornaram mais fácil para o setor privado adiar a desalavancagem financeira, para o governo financiar os seus déficits e para as autoridades atrasarem as reformas necessárias na economia real e no sistema financeiro. Conforme o BIS (2013, p. 5, tradução nossa) destacou: “No final das contas, o dinheiro barato tornou mais fácil pedir empréstimos do que poupar, mais fácil gastar do que taxar, mais fácil permanecer o mesmo do que mudar”.

Em concordância com tais posicionamentos apresentados pelo BIS (2013), Streeck (2014) apontou que, embora as políticas de *quantitative easing* tivessem sido por algum tempo necessárias para impedir um colapso financeiro, em 2014 já se fazia necessário pôr um fim nas mesmas, pois a tentativa de devolver as economias ao crescimento forte e sustentável se encontrava, cada vez mais, além das capacidades dos bancos centrais.

Nessa perspectiva, cabe destacar que a tese da “estagnação secular”, apresentada originalmente pelo ex-secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Lawrence Summers (2014, p. 12), passou a ganhar importantes adeptos. Segundo esta tese, o fraco potencial de crescimento das economias avançadas, ao invés de apresentar causas de ordem mais conjuntural, associadas aos efeitos prolongados da própria crise financeira global e à ausência de políticas anticíclicas mais robustas, estaria mais fortemente relacionada a causas estruturais, expressas, por exemplo, pelos seguintes fatos: 1) o envelhecimento da população mundial, a qual tem conduzido a um lento crescimento da força de trabalho, lado a lado com uma crescente pressão sobre os esquemas de seguridade social; 2) o aumento do nível de endividamento geral das grandes economias (onde os governos, as famílias e as empresas privadas, financeiras e não-financeiras, continuaram a acumular obrigações financeiras); 3) os menores ganhos na produtividade total dos fatores, associados à níveis mais baixos de investimento em máquinas, equipamentos e infraestrutura; 4) o elevado nível de desemprego; e 5) a desvalorização de várias categorias de ativos financeiros.

Já no que se refere ao caso da maior economia emergente, a China, convém também chamar atenção que se verificou, no âmbito do debate mundial, relevantes preocupações não só sobre o seu efetivo potencial de crescimento nos próximos anos (dada a necessidade de transição de um modelo baseado em investimento doméstico e exportações de manufaturas, para outro mais baseado no consumo doméstico), mas também sobre a questão, ainda em aberto, de se o yuan chinês, efetivamente, representa uma ameaça à hegemonia do dólar e assim, portanto, à ordem econômica global.³

Além disso, dadas as difíceis condições econômicas que passaram a prevalecer após a grande crise financeira global de 2007/2009, ao longo dos últimos anos também vêm se aprofundando os questionamentos sobre se o mundo está, de fato, começando a vivenciar o fim da era liberal e da globalização, tornando seus mercados cada vez mais fragmentados, marcados, por exemplo, pelo protecionismo e pelas barreiras ao crescimento do comércio. Para maiores detalhes sobre este debate, ver, dentre outros, Credit Suisse Group (2017), Fukuyama (2016), Lund *et al.* (2017), Ikenberry (2018), The Economist (Globalisation's [...], 2015; The future [...], 2016) e Ostry, Loungani e Fuceri (2016).

Fazendo parte de tais questionamentos, conforme o Credit Suisse Group (2017) verifica, no que se refere à participação das exportações de bens e serviços no PIB mundial, a mesma passou de 17%, no início dos anos 1980, para cerca de 31%, no ano de 2007. Entretanto, a partir da grande crise financeira, tal participação apresentou um expressivo recuo, chegando a 26% no ano de 2009, e situando-se ainda abaixo de 30% no ano de 2015.

Além disso, conforme Lund *et al.* (2017) aponta, entre meados de outubro de 2015 até meados de maio de 2016, as economias do Grupo dos 20 (G20) implementaram medidas de comércio protecionistas em ritmo bastante acelerado, totalizando cinco por semana.

Já no que se refere aos fluxos globais de capitais transfronteiriços (ou seja, aos fluxos de investimento direto estrangeiro, compras de títulos e ações, empréstimos e outros investimentos), conforme Lund *et al.* (2017) destaca, os mesmos também apresentaram uma profunda reversão de 65% no período 2007-2016. Após alcançarem um pico de US\$ 12,4 trilhões no ano de 2007, no decorrer do período 2010-2016, tais fluxos oscilaram entre apenas US\$ 6,4 e 4,3 trilhões. Como proporção do PIB global, observa-se que, após tais fluxos aumentarem a sua participação de 5,3%, no período 1990-2000, para 11,5%, no período 2000-2010, os mesmos recuaram para 7,1% no período 2010-2016 (Vide Figura 1). Na explicação de cerca de metade desse declínio nos fluxos de capitais transfronteiriços destaca-se uma forte contração nos empréstimos e outros investimentos (Vide Figura 2), com os bancos da Zona do Euro liderando tal retração.

³ Para uma breve discussão nesse sentido, ver, por exemplo, Eichengreen e Lombardi (2015), Aizenman e Ito (2016) e Prasad (2017).

Figura 1 – Fluxos globais de capitais transfronteiriços* – em US\$ trilhões (valores nominais) e como proporção (%) do produto global (GDP)



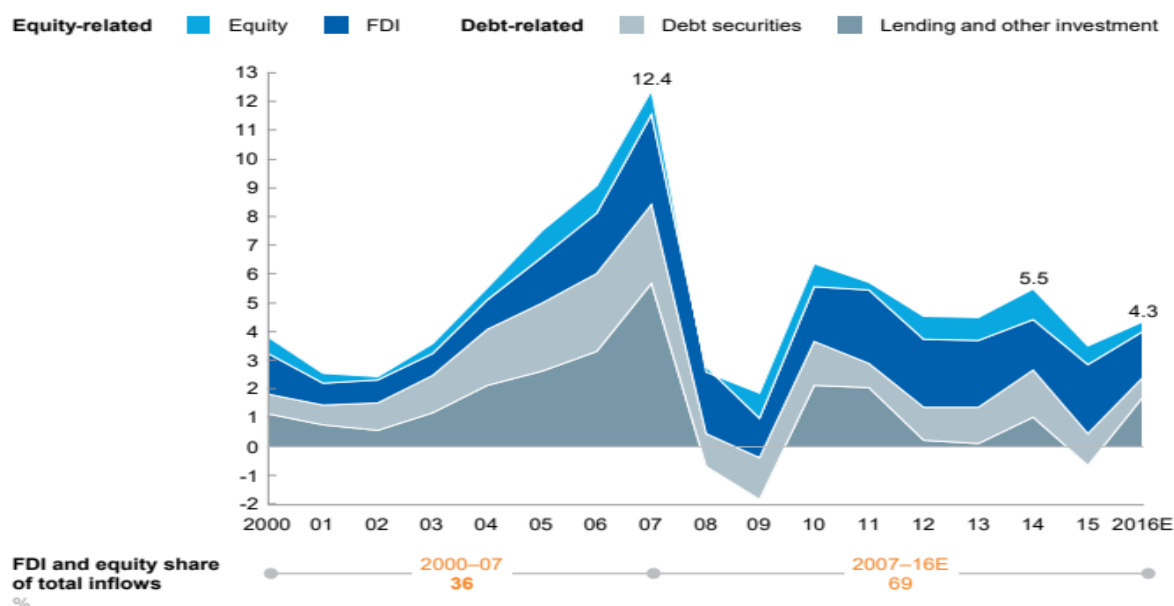
*Inclui investimento externo direto, títulos de dívida, ações, empréstimos e outros investimentos.

Fonte: Lund *et al.* (2017, p. 1).

Reforçando as dúvidas acerca do futuro da Era liberal e da globalização, Ikenberry (2018) menciona dois importantes fatos: 1) pela primeira vez, desde a década de 1930, os Estados Unidos elegeram, em novembro de 2016, um presidente – Donald Trump – ativamente hostil ao internacionalismo liberal, tendo adotado uma séria de medidas protecionistas; e 2) a saída do Reino Unido da União Europeia, decisão esta que, juntamente com outros problemas que vêm atingindo a Europa, parece marcar o fim para o longo projeto do pós-guerra de construir uma união maior.

Face aos fatos mencionados nesta seção, os quais impõem um relevante quadro de vulnerabilidade não só para a economia brasileira, mas para toda economia mundial, pode-se passar para a terceira seção deste artigo.

Figura 2 – Fluxos globais de capitais transfronteiriços, por categoria: ações (*equity*), investimento direto estrangeiro (FDI), títulos de dívida (*debt securities*), empréstimos e outros investimento (em US\$ trilhões, valores nominais)*



*Inclui, na parte inferior da figura, a participação conjunta do investimento direto estrangeiro e das ações no total dos fluxos globais.

Fonte: Lund *et al.* (2017, p. 10).

A vulnerabilidade externa sob o enfoque dos problemas estruturais da inserção comercial brasileira no período 2000-2017

A dinâmica da conta de transações correntes como um sintoma de problemas estruturais na inserção comercial brasileira

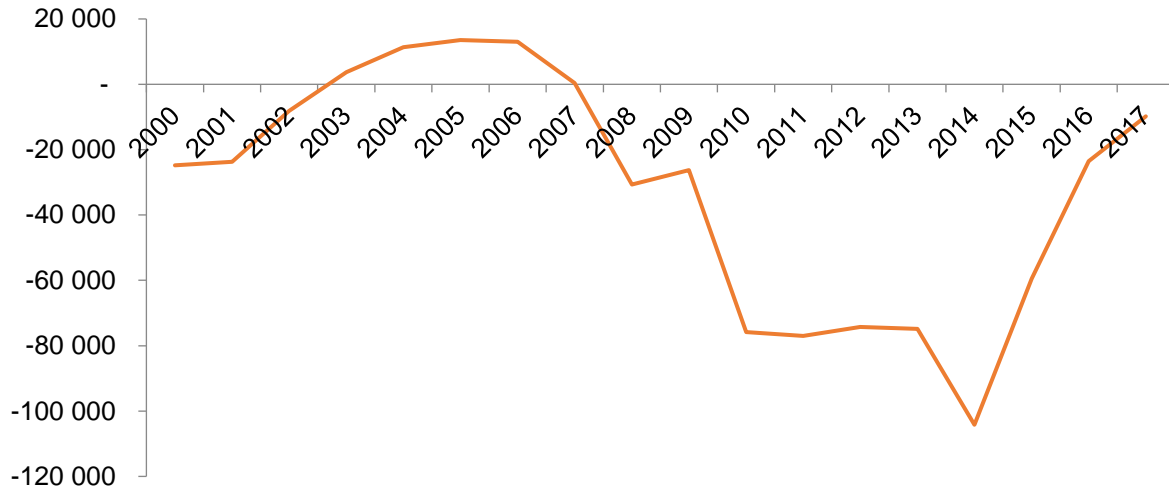
Conforme já sinalizado na introdução deste trabalho e também é possível melhor observar através do Gráfico 1, em contraste com uma conhecida longa trajetória de frequentes e sucessivos déficits, o saldo da conta das transações correntes brasileiras passou, constantemente, a apresentar superávits entre os anos 2003-2007, isto, principalmente, em função dos crescentes superávits na balança comercial de bens verificados até 2006 (vide Gráfico 2).

Entretanto, face a eclosão da grande crise financeira de 2007/2009, a conta das transações correntes brasileiras voltou a apresentar uma deterioração, expressa na acumulação de consideráveis déficits a partir do ano de 2008.

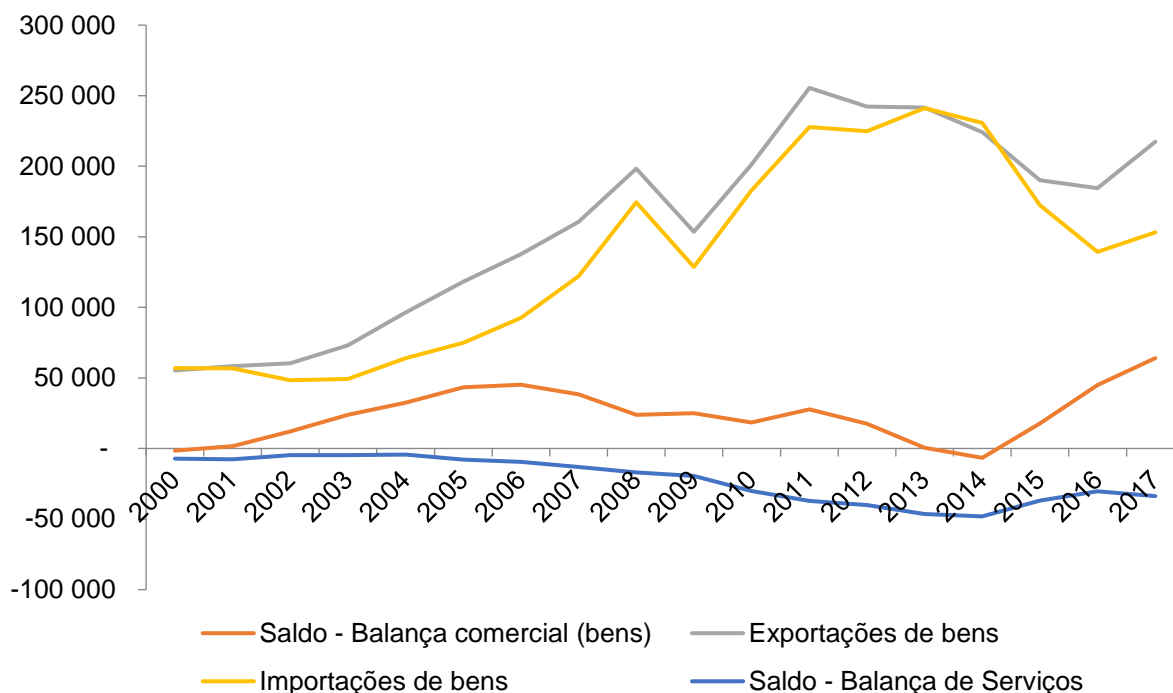
E em que pese a permanência de uma cenário externo favorável para o comércio externo brasileiro, verificando-se ainda uma expressiva valorização dos preços internacionais das principais *commodities* exportadas pelo país até, aproximadamente, o ano de 2012, conforme é possível notar através do Gráfico 2, a supramencionada deterioração no saldo das transações correntes brasileiras foi diretamente acompanhada por uma deterioração no saldo não só da balança de serviços (a qual é historicamente deficitária no Brasil), mas, inclusive, da balança comercial de bens, com esta tornando-se deficitária no ano de 2014. Isto ocorreu, sobretudo, porque as medidas de afrouxamento monetário e fiscal, implementadas

como mecanismos de enfrentamento aos efeitos da grande crise financeira de 2007/2009, ao terem resultado no aquecimento do crescimento econômico do país no período 2008-2013, acabaram fazendo com que as importações brasileiras crescessem mais fortemente que as suas exportações.

Gráfico 1 – Evolução do saldo da conta de transações correntes do Brasil no período 2000-2017 (em US\$ milhões)



Fonte: elaboração própria a partir de dados do BCB ([2018]).

Gráfico 2 – Evolução da balança comercial de bens e serviços do Brasil no período 2000-2017 (em US\$ milhões)

Fonte: elaboração própria a partir de dados do BCB ([2018]).

A partir de 2014, o déficit da conta de transações correntes brasileiras apresentou uma significativa redução. Entretanto, conforme também já foi mencionado na introdução deste trabalho, tal redução não é capaz de trazer grande alento, sobretudo, quando se constata que a mesma esteve inserida numa dinâmica de ajuste perversa do balanço de pagamentos. Embora a redução no déficit da conta de transações correntes tenha somado US\$ 94,389 bilhões, a mesma foi acompanhada por uma deterioração de praticamente mesma magnitude no saldo da conta financeira, o qual recuou US\$ 94,468 bilhões, passando as captações líquidas de US\$100,599, em 2014, para US\$6,131 bilhões, em 2017.

E no que se refere mais especificamente à redução do déficit nas transações correntes, ela derivou de uma profunda retração da atividade econômica doméstica, e também de forte desvalorização cambial. Tais fatos, tomados em conjunto, fizeram com que a expressiva redução no total das exportações brasileiras, ocorrida de forma continuada entre 2012-2016 (período que compreende uma profunda reversão dos preços internacionais das principais *commodities* exportadas pelo Brasil), fossem compensadas não só por uma redução na remessa de lucros e dividendos para o exterior, mas também por uma importante queda no total das importações de bens e serviços pelo país, a qual fez com que a balança comercial de bens se tornasse superavitária a partir de 2015, e a balança de serviços reduzisse a magnitude do seu déficit (vide Gráfico 2).

Ao levar em consideração tais fatos, pode-se passar para a próxima subseção, no âmbito da qual é adotada, como perspectiva teórica indispensável à análise proposta nesta terceira seção, as ideias formuladas por Raúl Prebisch (1982), de grande relevância na formação do pensamento da escola cepalina.

Breve retomada às ideias de Raúl Prebisch (1982) como um subsídio à análise

Conforme Prebisch (1982) ressaltou, o ponto de partida central das suas preocupações acerca da vulnerabilidade externa estrutural das economias latino-americanas (dentre elas, portanto, o Brasil) consiste em duas considerações simples, mas que apresentam implicações bastante importantes. A primeira destas considerações se expressa na percepção de que o sistema de relações internacionais está pautado numa divisão do trabalho entre países do *centro* (os quais apresentam uma estrutura produtiva bastante diversificada em termos de atividades industriais de alto valor agregado) e países da *periferia* (os quais apresentam uma estrutura produtiva com marcante caráter especializado em bens primários e/ou manufaturados de baixo valor agregado). Já a segunda consideração se expressa no fato que as importações são, em geral, induzidas pelo nível de renda doméstica e, ao ter-se em vista que a moeda de circulação internacional não pode ser emitida por todos os países, e que também não podem ocorrer fluxos de capitais indefinidamente (os quais acarretariam numa trajetória explosiva do endividamento externo), as importações devem ser pagas com as exportações, as quais, por sua vez, são uma função do nível de renda do “resto do mundo” e, portanto, são “autônomas” em relação ao nível de produto doméstico.

Face tais considerações, conforme Prebisch (1982) buscou defender, um problema fundamental enfrentado pelos países periféricos latino-americanos consistia no seguinte fato: caso a sua estrutura produtiva continuasse a apresentar o caráter especializado em produtos de baixo valor agregado, este, ao se refletir numa pauta exportadora (importadora) com baixa (alta) elasticidade-renda da demanda, inevitavelmente, acabaria impondo ao seu crescimento econômico um permanente quadro de vulnerabilidade estrutural aos ciclos econômicos externos. Pois, na ausência de um impulso externo expresso num rápido crescimento da economia mundial e/ou no aumento dos preços internacionais dos principais produtos primários exportados pelos países periféricos, a necessidade de fechar as contas externas acabaria tornando inevitável que, no longo prazo, tais países crescessem a taxas menores que os países do centro.

E um aspecto interessante dessa análise da vulnerabilidade estrutural dos países periféricos formulada por Prebisch (1982) é que, conforme Medeiros e Serrano (2003) ressaltam, em momento algum ela depende da existência de uma deterioração dos termos de troca entre produtos primários e industriais, a qual, se, e quando ocorre, apenas agrava a situação.

No âmbito de uma abordagem de crescimento liderado pelo lado da demanda, ideias semelhantes às elaboradas por Prebisch (1982) também foram apresentadas por Thirlwall (1979), sendo as ideias deste vistas, por muitos autores, como uma espécie de formulação matemática das ideias daquele.

Uma vez isto posto, pode-se passar para a subseção a seguir.

Alguns indicadores diretamente relacionados aos problemas estruturais da inserção comercial brasileira no período 2000-2017

Em linha com as preocupações apontadas por Prebisch (1982), uma breve análise da estrutura das exportações e importações brasileiras, por fator agregado, nos revela um quadro de profunda vulnerabilidade estrutural da economia brasileira.

Conforme é possível notar através das Tabelas 1 e 2, ao longo de todo o período 2000-2017, a pauta exportadora e importadora de bens da economia brasileira se tornou ainda mais assimétrica.

Se no início dos anos 2000 já se verificava um fato preocupante, expresso na presença de produtos com mais baixa elasticidade-renda da demanda, tais como os produtos básicos e semimanufaturados, correspondendo, juntos, aproximadamente, a 40% da pauta exportadora brasileira, ao longo do período 2000-2017, a participação de produtos básicos apresentou um expressivo aumento no total das exportações brasileiras, alcançando 49% no ano de 2017. Ao mesmo tempo, as exportações de produtos industrializados, com maior elasticidade-renda e menos sensíveis às oscilações de demanda e preços no mercado internacional, tais como os manufaturados, apresentaram uma expressiva perda de participação, alcançando, no ano de 2017, uma participação de apenas 35%, ante os consideráveis 59% verificados no ano 2000 (Vide Tabela 1).

Já no que se refere às importações brasileiras, as mesmas exibiram um comportamento nitidamente inverso ao apresentado pelas exportações. Conforme nos mostra a Tabela 2, ao longo de todo o período 2000-2017, as importações do país estiveram largamente concentradas em produtos de maior elasticidade-renda, tais como os manufaturados, os quais representaram, continuamente, mais que 75% do total das importações do país. No que diz respeito às importações de produtos com menor elasticidade-renda, tais como os produtos básicos e os semimanufaturados, os mesmos, em conjunto, apresentaram uma participação significativamente menor no total das importações (17,7% no ano 2000, e 15,5% em 2017).

Além disso, também é importante aqui registrar que, ao longo do período 2000-2017, o total das importações de produtos básicos (em US\$) e, em consequência, a sua participação no total das importações brasileiras, apresentou um comportamento bastante sensível às oscilações dos preços internacionais das *commodities* e ao impacto destas sobre as flutuações do crescimento econômico brasileiro.

Tabela 1 – Total das exportações do Brasil por fator agregado (em US\$ FOB e participação percentual, acumulado de janeiro-junho dos anos 2000-2017).

Ano	Básicos		Semimanufaturados		Manufaturados	
	US\$	%	US\$	%	US\$	%
2000	5.962.327.622	23	4.055.840.590	16	15.412.496.948	59
2001	7.430.768.823	26	3.931.825.608	14	16.627.876.948	57
2002	6.254.904.741	25	3.426.765.201	14	14.542.861.809	58
2003	9.623.952.013	29	4.967.137.966	15	17.763.872.173	54
2004	13.668.742.274	31	5.950.685.905	14	23.110.832.677	53
2005	14.821.207.904	28	7.816.034.840	15	30.118.420.805	56
2006	17.045.229.168	28	8.346.446.416	14	34.208.295.226	56
2007	22.379.122.227	31	10.185.767.386	14	39.173.282.270	54
2008	32.003.693.082	35	12.198.393.596	13	44.003.969.583	49
2009	29.388.513.474	42	8.840.883.562	13	30.299.644.881	43
2010	38.686.175.175	43	12.373.709.658	14	36.139.221.657	41
2011	56.175.766.250	47	16.172.675.744	14	43.382.391.586	37
2012	55.836.074.881	48	15.240.557.766	13	43.287.796.356	37
2013	54.374.124.266	48	14.661.623.369	13	42.758.026.425	37
2014	56.161.848.795	51	13.301.886.283	12	38.074.341.037	34
2015	44.038.699.274	47	12.789.230.370	14	35.047.496.262	37
2016	41.230.833.448	46	12.806.256.549	14	34.211.390.012	38
2017	52.452.661.522	49	15.051.722.916	14	37.658.594.201	35

Fonte: elaboração própria a partir de dados do MDIC (Brasil, 2018).

Tabela 2 – Total das importações do Brasil por fator agregado (em US\$ FOB e participação percentual, acumulado de janeiro-junho dos anos 2000-2017).

Ano	Básicos		Semimanufaturados		Manufaturados	
	US\$	%	US\$	%	US\$	%
2000	3.539.287.822	14,0	934.140.662	3,7	20.895.123.550	82,4
2001	3.425.263.763	11,8	889.293.974	3,1	24.693.575.753	85,1
2002	3.306.275.394	14,7	743.981.954	3,3	18.416.786.697	82,0
2003	4.081.234.940	18,0	856.531.215	3,8	17.673.116.494	78,2
2004	5.754.256.857	20,3	1.231.933.542	4,3	21.337.942.098	75,3
2005	6.217.089.858	18,3	1.491.824.643	4,4	26.323.086.827	77,3
2006	7.962.649.173	19,2	1.732.249.683	4,2	31.828.868.726	76,7
2007	9.459.314.812	18,0	2.492.191.447	4,7	40.678.159.296	77,3
2008	15.046.799.092	19,0	3.866.791.134	4,9	60.437.839.770	76,2
2009	8.464.244.554	15,1	1.811.657.548	3,2	45.770.399.949	81,7
2010	11.555.510.539	14,2	3.130.213.159	3,8	66.621.896.492	81,9
2011	16.255.819.220	15,4	4.403.290.666	4,2	84.691.835.926	80,4
2012	14.984.792.262	13,6	4.138.052.801	3,8	91.031.843.408	82,6
2013	16.096.257.717	13,7	3.979.598.525	3,4	97.479.492.823	82,9
2014	15.312.599.560	13,5	3.651.830.315	3,2	94.082.138.873	83,2
2015	9.999.185.644	10,9	3.457.210.995	3,8	78.644.560.806	85,4
2016	6.905.660.243	10,4	2.740.547.611	4,1	56.953.632.872	85,5
2017	8.059.413.862	11,3	3.035.361.992	4,2	60.394.866.599	84,5

Fonte: elaboração própria a partir de dados do MDIC (Brasil, 2018).

Conforme é possível observar através da Tabela 2, o total das importações de produtos básicos, assim como a sua participação no total das importações, após apresentar um expressivo aumento no decorrer dos períodos 2003-2008 e 2010-2011, somente voltou a apresentar reduções significativas em meio um contexto de forte desvalorização dos preços internacionais das *commodities*, o qual contribuiu para o fraco crescimento econômico do país no período 2012-2016. Entretanto, dada a pequena melhora nos preços internacionais das *commodities* verificada a partir de 2017, assim como a lenta retomada do crescimento do PIB brasileiro a uma taxa positiva em torno de 1%, as importações de produtos básicos apresentaram um ligeiro aumento.

Sob o ponto de vista da vulnerabilidade externa da economia brasileira, tal comportamento apresentado pelas importações de produtos básicos também não pode deixar de ser considerado um fator adicional de preocupação. Isto, sobretudo, porque o mesmo revela que, mesmo diante de um contexto internacional favorável em termos de valorização dos preços das principais *commodities* exportadas pelo Brasil, parte das divisas acumuladas pelo crescimento das exportações das mesmas são consumidas não só por um forte crescimento das importação de produtos industrializados (semimanufaturados e manufaturados), mas, inclusive, por um significativo crescimento das importações de *commodities* (representadas na categoria de produtos básicos), impulsionado pelo maior crescimento econômico do país, e também pelo efeito preço.

No que se refere mais especificamente à magnitude das elasticidades-renda e preço das exportações e importações brasileiras no âmbito de três importantes macrossetores da economia – agropecuária (1), indústria (2) e serviços (3) –, Rodrigues e Lourenço (2021) estimaram os valores apresentados na Tabela 3, utilizando-se de dados relativos ao período 1989-2014, bem como tomando como base as funções de exportações e importações descritas a seguir, as quais, entretanto, na prática, foram aplicadas em termos de nível e sem defasagem, tendo em vista manter o caráter de longo prazo das estimativas obtidas:

$$x_{i,t} = \varepsilon_i g_t^* + \eta_i \hat{\theta}_{x,i,t-1}$$

$$m_{i,t} = \xi_i g_t - \psi_i \hat{\theta}_{m,i,t-1}$$

Onde x_i e m_i representam, nesta sequência, o crescimento real das exportações e importações setoriais, g_t a taxa de crescimento da economia doméstica, g_t^* a taxa de crescimento do “resto do mundo” (agregado ponderado dos principais parceiros comerciais do país), $\hat{\theta}_{x,i}$ e $\hat{\theta}_{m,i}$, respectivamente, a variação da taxa de câmbio real das exportações e importações setoriais; ε_i , ξ_i , η_i e ψ_i representam, nesta ordem, as elasticidades-renda e preço da demanda por exportações e importações setoriais.

Conforme Rodrigues e Lourenço (2021) chamam atenção, no que se refere aos dados da Tabela 3, um aspecto importante e que reflete o atraso e o baixo dinamismo da estrutura produtiva brasileira e, conseqüentemente, da inserção comercial do país, consiste no fato que para todas as elasticidades-renda da demanda por exportações setoriais (ε_i) foram encontrados, pelas estimações realizadas, valores inferiores à

unidade; por outro lado, para todas as elasticidades-renda da demanda por importações setoriais (ξ_i) foram encontrados valores superiores a 2,0. Esses resultados significam dizer que, em linhas gerais, as exportações brasileiras tendem a crescer abaixo do crescimento do PIB do “resto do mundo”, já as importações tendem a crescer mais do que o dobro do crescimento do PIB doméstico, e também acima das exportações. Deste modo, tais resultados demonstram uma notável tendência ao desequilíbrio da conta corrente brasileira e, assim, um quadro de profunda vulnerabilidade externa.

E uma vez isto posto, destaque especial deve ser feito para o caso do setor industrial (produtor de bens com alto valor agregado), uma vez que $\xi_2 = 2,9059$ e $\varepsilon_2 = 0,9959$ foram, nesta ordem, as elasticidades-renda mais elevadas de todas. Conforme Rodrigues e Lourenço (2021) observam, os resultados obtidos para tais elasticidades-renda da demanda, quando comparados com os resultados obtidos para os setores agropecuária ($\xi_1 = 2,1981$ e $\varepsilon_1 = 0,9163$) e serviços ($\xi_3 = 2,0512$ e $\varepsilon_3 = 0,9161$), se tornam interessantes porque, em linha com as proposições mais sistematicamente defendidas por Kaldor (1966) e também por Thirlwall (2013), evidenciam que os produtos do setor industrial têm demanda mais dinâmica do que os produtos dos setores agropecuária e serviços (Tabela 3).

Tabela 3 – Elasticidades-renda e preço da demanda por exportações e importações setoriais brasileiras (agropecuária, indústria e serviços), obtidas a partir de dados relativos ao período 1989-2014.

ε_1	ε_2	ε_3	ξ_1	ξ_2	ξ_3
0,9163	0,9959	0,9161	2,1981	2,9059	2,0512
η_1	η_2	η_3	ψ_1	ψ_2	ψ_3
-	-	-	-	-	- 0,7464

Fonte: Rodrigues e Lourenço (2021, p. 14).

Dadas as magnitudes de ξ_2 e ε_2 , é possível aqui dizer que, se o PIB brasileiro e do “resto do mundo” apresentarem, separadamente, uma taxa de crescimento de 1%, as importações industriais brasileiras tendem a crescer, praticamente, três vezes mais que o crescimento do PIB doméstico, ou seja, quase 3%. Já as exportações industriais tendem a crescer, aproximadamente, na mesma magnitude do PIB do “resto do mundo”, ou seja, quase 1%; e assim, também abaixo do crescimento das importações. Portanto, caso o Brasil siga especializado na exportação de produtos de mais baixo valor agregado (tais como os produtos agropecuários, os quais incluem os produtos básicos e semimanufaturados), o país continuará apresentando uma tendência aos desequilíbrios profundos nas suas contas externas e, deste modo, sofrendo um elevado grau de vulnerabilidade estrutural aos ciclos econômicos externos ou, em outras palavras, aos ciclos favoráveis de *commodities*.

Já no que diz respeito às elasticidades-preço da demanda por exportações e importações setoriais (η_i e ψ_i), foram obtidos valores iguais a zero para todas, com exceção apenas de ψ_3 . Dados tais valores estimados, os mesmos evidenciam que as exportações dos setores agropecuária, indústria e serviços não apresentaram reações às variações na taxa de câmbio real, idem para as importações dos setores agropecuária e indústria. Assim sendo, os resultados sugerem que as depreciações (apreciações) da taxa real de câmbio brasileira geram efeitos positivos (adversos) sobre o crescimento industrial e o agregado da economia apenas por meios indiretos, através dos seus efeitos nas importações do setor dos serviços. No caso das apreciações cambiais, ao estimularem um aumento das importações pela via do setor de serviços, e assim, afetarem negativamente o saldo da conta corrente, as mesmas acabam reduzindo a taxa máxima de crescimento econômico compatível com equilíbrio do balanço de pagamentos e, conseqüentemente, as taxas de crescimento dos demais setores (agropecuária e indústria). O inverso sendo verdadeiro no caso das depreciações cambiais.

Diante tais resultados acerca das estimações das elasticidades-preço da demanda por exportações e importações setoriais, conforme Rodrigues e Lourenço (2021) põem em destaque, os mesmos parecem ser bastante consistentes com as suposições teóricas apresentadas matematicamente por Thirlwall (1979) – mas também, vale aqui lembrar, já presentes anteriormente no pensamento de Prebisch (1982) –, segundo as quais, são as características dos bens não relacionadas com o preço – tais como qualidade, sofisticação tecnológica e formas de comercialização – que constituem o fator mais importante para a determinação do desempenho comercial de um país, e assim, para a determinação da taxa máxima de crescimento econômico compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos.

Apresentando uma certa consistência com tais pressupostos teóricos de Prebisch (1982) e Thirlwall (1979), Rodrigues e Lourenço (2021) citam, inclusive, o trabalho elaborado por Lélis *et al.* (2017), o qual, contrariando a visão de autores tais como Bresser-Pereira e Rugitsky (2018), também mostra que as exportações brasileiras apresentaram pouca sensibilidade às mudanças na taxa de câmbio real durante o período coberto por sua análise (1995-2013).

Uma vez isto posto, é possível aqui, mais uma vez, afirmar que um fator preocupante da inserção comercial do Brasil diz respeito exatamente ao fato que o mesmo apresenta uma pauta exportadora bastante dependente de produtos com baixo grau de sofisticação tecnológica, expressa na elevada participação apresentada pelos produtos básicos e semimanufaturados; o inverso ocorrendo em relação à sua pauta importadora.

Evidenciando também uma inserção externa marcada por significativos problemas estruturais, a Tabela 4, através de uma comparação não só com algumas das principais economias avançadas, mas, inclusive, com outras economias de mercados emergentes e em desenvolvimento, nos mostra a posição ocupada pelo Brasil no *ranking* do índice de performance da competitividade industrial. Esse índice é elaborado pela Organização das Nações Unidas para o Desenvolvimento Industrial (UNIDO – da sigla em inglês) e – ao levar em consideração a capacidade do país produzir e exportar bens manufaturados, o aprofundamento e atualização tecnológica, bem como o seu impacto mundial – oferece uma medição do quão bem sucedidas são as indústrias de um país na produção e venda dos seus produtos nos mercados

interno e externo, e, conseqüentemente, o quanto elas contribuem para mudança estrutural e desenvolvimento econômico.

Conforme se pode notar na Tabela 4, o índice de performance da competitividade industrial do Brasil ocupou, no ano de 2016, o 35º lugar, posição esta que ficou muito distante não só daquela ocupada pelas principais economias avançadas (tais como Alemanha, Japão e Estados Unidos), mas também da ocupada por economias emergentes, tais como a China, e também o México, o qual, juntamente com economias como a Malásia e Tailândia, é conhecido pelas suas indústrias maquiladoras – nome utilizado para denominar as indústrias que, contando com isenções de taxas, recebem componentes vindos de outros países, os quais são necessários para a montagem de produtos que serão enviados para os países desenvolvidos. De um modo geral, é possível perceber que, no âmbito do conjunto de países considerados na Tabela 3, o índice de performance da competitividade industrial brasileira alcançou uma melhor posição em relação apenas à África do Sul e Argentina, os quais ocuparam, respectivamente, o 45º e 49º lugar.

Tabela 4 – *Ranking* do índice de performance da competitividade industrial no ano 2016, países selecionados.

Países	Ranking do índice de performance da competitividade industrial
Alemanha	1
Japão	2
China	3
Estados Unidos	4
República da Coréia	5
Suíça	6
Irlanda	7
Bélgica	8
Itália	9
Países Baixos	10
França	11
Cingapura	12
China, Província de Taiwan	13
Áustria	14
Suécia	15
Reino Unido	16
República Tcheca	17
Canadá	18
Espanha	19
México	20
Dinamarca	21
Malásia	22
Tailândia	25
Austrália	30
Portugal	34
Brasil	35
África do Sul	45
Argentina	49

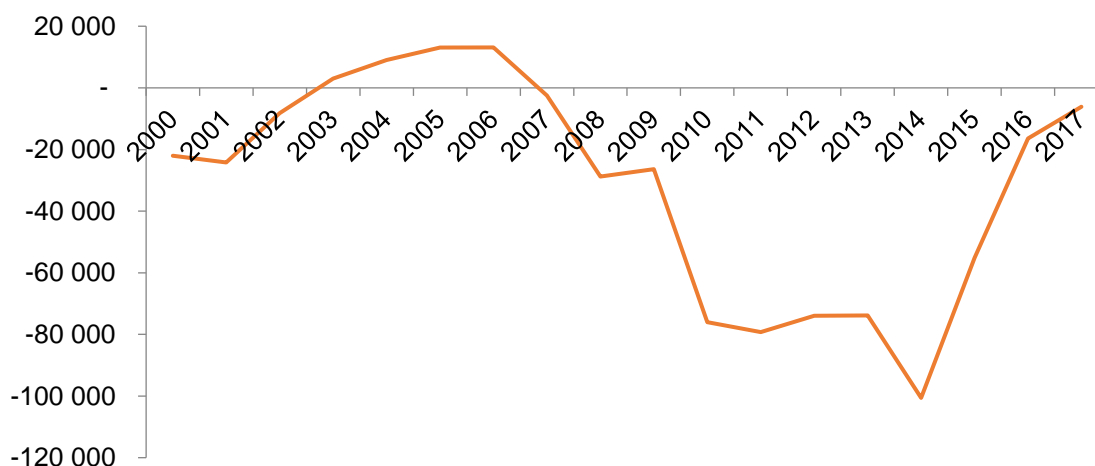
Fonte: elaboração própria a partir de dados da UNIDO (2018).

A vulnerabilidade externa da economia brasileira a partir dos fatores estruturais da sua inserção financeira no período 2000-2017

Breve retomada às motivações recentes da análise proposta

Conforme já foi comentado nas seções anteriores e também é possível notar através do Gráfico 3, após as captações líquidas da conta financeira do Brasil apresentarem uma tendência de expressivo aumento a partir da eclosão da grande crise financeira de 2007/2008 – e portanto, a partir de um contexto de forte aumento da liquidez internacional e queda da taxa de juros nas principais economias avançadas que passaram a adotar medidas de “*quantitative easing*” –, ao longo do período 2015-2017, as mesmas passaram a apresentar uma significativa redução, saindo de um total de -US\$ 100,599 bilhões, em 2014, para apenas -US\$ 6,131 bilhões, em 2017.

Gráfico 3 – Saldo da conta financeira do Brasil ao longo do período 2000-2017* (em US\$ milhões).



*Saldo negativo: captações líquidas; saldo positivo: concessões líquidas.

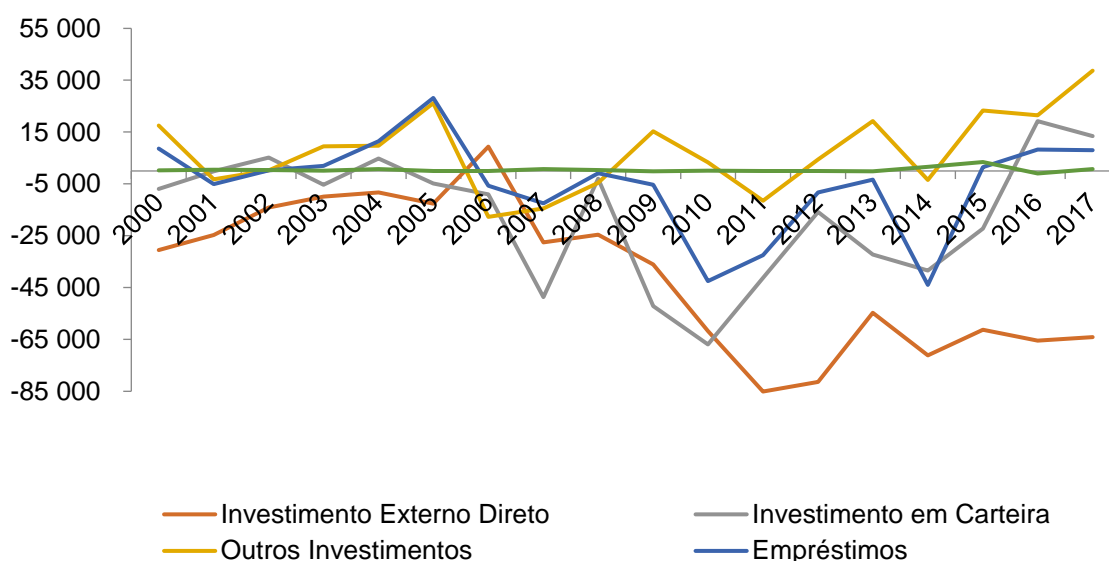
Fonte: elaboração própria a partir de dados do BCB ([2018]).

Além disso, conforme é possível perceber através do Gráfico 4, a supramencionada deterioração no saldo da conta financeira brasileira esteve, em larga medida, diretamente relacionada a uma redução não só nas captações líquidas da subconta de investimento externo direto (os quais são considerados recursos mais estáveis), mas também nas captações líquidas da segunda subconta de maior peso na composição da conta financeira e que possui elevado grau de volatilidade, qual seja: a subconta de investimentos em carteira, a qual, a partir do ano de 2016, passou da posição de receptora líquida para a posição de concessora líquida.

Assim sendo, e ao se ter em vista que a supramencionada deterioração nas captações líquidas da conta financeira brasileira ocorreu em meio a um contexto em que se verificou uma profunda crise econômica e política no país – a qual afeitou negativamente a classificação de risco de crédito do Brasil –, e também uma

expressiva piora nas condições de liquidez internacional⁴, associada à tendência de aumento na taxa de juros básica dos Estados Unidos a partir de 2015, o objetivo central da presente seção é destacar a vulnerabilidade externa da economia brasileira ao longo do período 2000-2017, chamando atenção para alguns importantes fatores estruturais que caracterizam a sua inserção financeira.

Gráfico 4 – Composição do saldo da conta financeira do Brasil ao longo do período 2000-2017* (em US\$ milhões).



*Saldo negativo: captações líquidas; saldo positivo: concessões líquidas.

Fonte: elaboração própria a partir de dados do BCB ([2018]).

As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional no cerne da vulnerabilidade estrutural da inserção financeira brasileira

Na intenção de evidenciar a vulnerabilidade externa da economia brasileira a partir dos fatores estruturais que permeiam a sua inserção financeira, buscou-se, nesta subseção, adotar a perspectiva teórica de que o sistema monetário e financeiro internacional apresenta profundas assimetrias, as quais derivam diretamente da existência de uma hierarquia de moedas em âmbito internacional.

Esta abordagem pode ser utilizada de forma complementar às ideias cepalinas acerca da divisão do sistema de relações internacionais entre centro e periferia, e vem sendo largamente desenvolvida, ao longo dos últimos anos, para o caso dos países periféricos, através, por exemplo, dos trabalhos elaborados por Prates (2005), Conti, Prates e Plihon (2014) e Fritz, Prates e Paula (2017).

Ao se voltar para análise da maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises financeiras nos anos 90, conforme Prates (2005) destaca, uma questão

⁴ Vide, por exemplo, a Figura 1, apresentada na segunda seção deste trabalho.

fundamental, considerada no âmbito da perspectiva teórica aqui adotada, é que a determinação da hierarquia internacional de moedas, ao se dar com base no grau de uso internacional que a moeda de cada país possui, a mesma acaba determinando variados graus de liquidez internacional para as diversas moedas existentes.

De um modo geral, a escolha da moeda que irá desempenhar o mais elevado grau de uso internacional é determinada por complexas questões econômicas e políticas (Cohen, 2015). Entretanto, conforme Prates (2005) e Conti, Prates e Plihon (2014) enfatizam, uma vez escolhida tal moeda (a qual, atualmente, é representada pelo dólar norte-americano), isso significa dizer que somente a mesma é capaz de desempenhar integralmente as três funções clássicas da moeda – medida de troca, unidade de conta e reserva de valor – em âmbito nacional e internacional, passando, assim, a não só ocupar uma posição central na hierarquia de moedas, mas também a apresentar, juntamente com todos os ativos nela denominados, o mais elevado grau de liquidez internacional.

Ocupando posições mais próximas da moeda-central, verifica-se um seleto grupo de moedas nacionais capazes de exercer algumas funções em escala internacional, mas de maneira muito secundária; este é o caso, por exemplo, do euro, do iene, da libra e do franco suíço.

Por fim, ocupando as posições mais distantes em relação à moeda-central, verifica-se um largo grupo de moedas que não exercem internacionalmente nenhuma de suas funções – a não ser em caráter excepcional –, e, portanto, não apresentam, em âmbito internacional, a liquidez própria da moeda. Tais moedas são denominadas por Conti, Prates e Plihon (2014) de *moedas periféricas*, sendo este o caso, por exemplo, das moedas latino-americanas e, dentre elas, o Real brasileiro.

Em decorrência da incapacidade de exercer as funções da moeda em âmbito internacional, conforme Conti, Prates e Plihon (2014) apontam, a posse de ativos denominados nas moedas periféricas não necessariamente conduz a um aumento da liquidez internacional disponível aos seus agentes detentores. No momento em que os seus detentores quiserem honrar seus compromissos, os mesmos terão que convertê-la numa moeda com uso internacional e, deste modo, pode ser que uma das condições exigidas para a liquidez dos ativos não seja verificada.

Ao ter em vista tais aspectos relacionados às moedas periféricas, uma questão estrutural fundamental, considerada no presente trabalho como um fator de profunda vulnerabilidade da inserção financeira brasileira, é que a sua moeda acaba sendo um dos primeiros ativos a serem abandonados nos momentos em que se verifica no sistema financeiro internacional uma “fuga para a liquidez”.

De um modo geral, não se pode aqui deixar de considerar que, exatamente por não possuir liquidez internacional, os países emissores de tais moedas periféricas podem buscar estimular a demanda internacional pelas mesmas pagando um maior prêmio de risco, e assim sendo, oferecendo um maior rendimento em juros para os ativos nelas denominados. Entretanto, conforme Conti, Prates e Plihon (2014) também salientam, os agentes internacionais não apresentam uma busca pelo rendimento (*search for yield*) de maneira ininterrupta, mas apenas nos momentos de euforia dos ciclos de liquidez internacional, a qual torna o “apetite pelo risco” elevado.

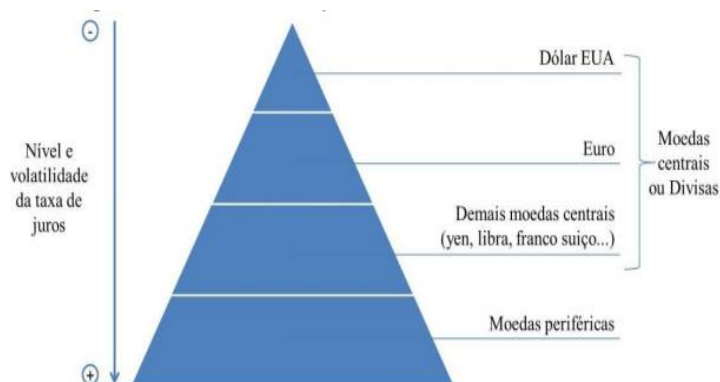
A hierarquia de moedas aqui relatada pode ser sintetizada através da Figura 3.

Nesse sentido, é possível dizer que, de um modo geral, a demanda por moedas periféricas e, conseqüentemente, pela a moeda brasileira e pelos ativos nelas denominados, se revela estruturalmente fortemente sensível ao estágio global de

preferência pela liquidez e, portanto, às diferentes fases dos ciclos internacionais de liquidez.

Diante tudo que até aqui foi exposto, convém finalizar a presente subseção ressaltando que as vulnerabilidades estruturais que caracterizam a inserção financeira brasileira, apesar de serem profundamente oriundas de fatores que se colocam e se mantêm de forma independente da decisão de política nacional, as mesmas se mostram extremamente relevantes na análise da vulnerabilidade externa brasileira proposta neste trabalho, isto, sobretudo, porque colocam um peso ainda mais elevado não só sob as incertezas e assimetrias que caracterizam o atual cenário da economia mundial no período pós-2008, mas, principalmente, sob os seguintes pontos: i) sob a necessidade de se buscar adotar controles eficazes da conta de capitais do país, regulando a entrada e saída dos mesmos, no sentido de promover maior estabilidade financeira⁵, e assim, romper com a profunda liberalização implementada a partir dos anos 1990; e ii) sob os problemas estruturais da inserção comercial brasileira, uma vez que estes são mais passíveis de modificação, a longo prazo, através da decisão de realização de grandes esforços de políticas nacionais voltadas para o desenvolvimento produtivo do país.

Figura 3 – Hierarquia monetária e taxa de juros no atual sistema monetário internacional



Fonte: Palludeto e Abouchetid (2014, p. 12).

Considerações finais

Conforme destacado na introdução do presente trabalho, o mesmo buscou avaliar a vulnerabilidade externa da economia brasileira diante o cenário da economia mundial pós-2008, lançando algumas considerações acerca dos fatores estruturais da inserção comercial e financeira do país no período 2000-2017.

Conforme visto no âmbito da segunda seção, o atual cenário da economia mundial pós-2008, ao vir sendo largamente caracterizado não só pelo baixo dinamismo, mas também por uma série de assimetrias, instabilidades e incertezas que não tendem facilmente desaparecer ao longo de um período curto de anos, por

⁵ Para uma discussão sobre esta questão vide, por exemplo, Atílio (2016), Ostry *et al.* (2012), Stiglitz (2000).

si, já impõe um quadro de profunda vulnerabilidade externa não só para o Brasil, mas para toda economia mundial.

No que se refere à terceira seção, um ponto fundamental, destacado no âmbito dela, se referiu ao fato que a inserção comercial da economia brasileira, ao longo de todo o período 2000-2017, foi marcada por importantes problemas estruturais típicos de uma economia periférica, os quais se expressaram no aprofundamento das assimetrias entre a estrutura das exportações e importações do país.

Seguindo uma perspectiva teórica diretamente baseada nas ideias de Prebisch (1982), conforme buscou-se chamar atenção, no decorrer do período 2000-2017, o problema se revelou da seguinte forma: ao mesmo tempo em que as importações brasileiras estiveram largamente concentradas em produtos industrializados de maior elasticidade-renda da demanda (tais como os manufaturados), as exportações de produtos com menor elasticidade-renda da demanda (tais como os produtos básicos e os semimanufaturados) corresponderam, em conjunto, a uma importante parcela do total das exportações brasileiras, sendo isto largamente aprofundado por uma elevada redução da participação de produtos manufaturados no total das exportações.

Ainda no âmbito da terceira seção, através de uma comparação não só com algumas das principais economias avançadas, mas, inclusive, com outras economias de mercados emergentes e em desenvolvimento, também foi ressaltado que os problemas estruturais da inserção comercial brasileira se revelam na fraca competitividade do seu setor industrial.

Por fim, no âmbito da quarta seção, foi apontada a vulnerabilidade externa da economia brasileira ao longo do período 2000-2017, ressaltando alguns importantes fatores estruturais que caracterizam a sua inserção financeira.

No intuito de alcançar o supramencionado objetivo, foi adotada uma perspectiva teórica que enfatiza o sistema monetário e financeiro internacional como sendo um sistema hierarquizado, ocupando a moeda brasileira uma posição periférica no âmbito do mesmo e, portanto, uma posição de profunda vulnerabilidade estrutural à dinâmica internacional da liquidez da economia financeira globalizada.

Ao adotar tal perspectiva, finalizou-se o presente trabalho considerando que as vulnerabilidades estruturais que caracterizam a inserção financeira brasileira, apesar de serem profundamente oriundas de fatores (tais como as assimetrias monetárias e financeiras) que se colocam e se mantêm de forma largamente independente da decisão de política nacional, as mesmas se mostraram relevantes na análise da vulnerabilidade externa brasileira, sobretudo, porque põem um peso ainda mais elevado não só sob as incertezas e assimetrias que caracterizam o atual cenário da economia mundial no período pós-2008, mas, principalmente, sob a necessidade de se adotar controles da conta de capital do país, e sob a necessidade de grandes esforços de políticas nacionais voltadas para o desenvolvimento produtivo da economia brasileira, inserindo e fortalecendo setores dinâmicos, produtores de bens com alto conteúdo tecnológico e, assim, também com alto valor agregado.

Diante tais considerações, observou-se que a discussão da vulnerabilidade externa da economia brasileira está longe de ser superada, isto em que pese qualquer melhora nos indicadores conjunturais da vulnerabilidade externa do país, tais como o expressivo volume de reservas internacionais acumuladas ao longo dos anos 2000.

Referências

AIZENMAN, J.; ITO, H. East Asian economies and financial globalization in the post-crisis world. **National Bureau of Economic Research Working Paper**, Cambridge, n. 22268, p. 1-34, maio 2016. DOI 10.3386/w22268

ATTÍLIO, L. A. Análise da regulação da conta de capital. **Cadernos CEPEC**, Belém, v. 5, n. 2, p. 4-22, fev. 2016. Disponível em: <https://periodicos.ufpa.br/index.php/cepec/article/view/6896/5422>. Acesso em: 23 jun. 2023.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Balanco de pagamentos: BPM6**. Brasília, DF: Bacen, [2018]. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/>. Acesso em: 23 jun. 2018.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. 83rd annual report. **BIS**, Basel, n. 83, jun. 2013. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2013e.htm>. Acesso em: 23 jun. 2023.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. 84th annual report. **BIS**, Basel, n. 84, jun. 2014. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e.htm>. Acesso em: 23 jun. 2018.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. 85th annual report. **BIS**, Basel, n. 85, jun. 2015. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015e.htm>. Acesso em: 23 jun. 2018.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **BIS quarterly review: international banking and financial market developments**. Basel: BIS, 2018.

BORIO, C.; SHIN, H. S. Media briefing: BIS quarterly review. **BIS**, Basel, mar. 2018. Disponível em: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1803_ontherecord.htm. Acesso em: 22 jun. 2018.

BRASIL. Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços. **Estatísticas de comércio exterior**. Brasília, DF: MDIC, 2018. Disponível em: <http://www.mdic.gov.br>. Acesso em: 22 jun. 2018.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; RUGITSKY, F. Industrial policy and exchange rate skepticism. **Cambridge Journal of Economics**, Oxford, v. 42, n. 3, p. 617-632, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1093/cje/bex004>

COHEN, B. J. International currency. *In*: COHEN, B. J. **Currency power: understanding monetary rivalry**. Oxford: Oxford University Press, 2015. p. 8-27.

CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países

periféricos. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 23, n. 2, p. 341-372, ago. 2014. DOI 10.1590/S0104-06182014000200003

CREDIT SUISSE GROUP. **Getting over globalization**: outlook for 2017. [Genebra]: Credit Suisse Group, 19 jan. 2017. Disponível em: https://www.credit-suisse.com/about-us-news/en/articles/media-releases/_getting-over-globalization---what-to-watch-for-in-2017--201701.html. Acesso em: 20 mar. 2018.

EICHENGREEN, B.; LOMBARDI, D. RMBI or RMBR: is the renminbi destined to become a global or regional currency?. **National Bureau of Economic Research Working Paper**, Cambridge, n. 21716, p. 1-34, nov. 2015. DOI 10.3386/w21716

FRITZ, B.; PRATES, D.; PAULA, L. F. Keynes at the periphery: currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. **Journal of Post Keynesian Economics**, Abingdon, v. 40, p. 183-202, maio 2017. DOI 10.1080/01603477.2016.1252267

FUKUYAMA, F. US against the world?: Trump's America and the new global order. **Financial Times**, London, 11 nov. 2016. Disponível em: <https://www.ft.com/content/6a43cf54-a75d-11e6-8b69-02899e8bd9d1>. Acesso em: 22 jun. 2018.

GLOBALISATION'S retreat?. **The Economist**, London, 25 jun. 2015. Disponível em: <https://www.economist.com/buttonwoods-notebook/2015/06/25/globalisations-retreat>. Acesso em: 27 maio 2018.

GONÇALVES, R. **Economia política internacional**: fundamentos teóricos e as relações internacionais do Brasil. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GROUP OF THIRTY. **Fundamentals of central banking**: lessons from the crisis. Washington, DC: G30, 2015. p. 12.

IKENBERRY, G. J. The end of liberal international order?. **International Affairs**, Oxford, v. 94, n. 1, p. 7-23, jan. 2018. DOI 10.1093/ia/iix241

IMF – INTERNACIONAL MONETARY FUND. **World economic outlook**. Washington, DC: IMF, 2016. Disponível em: <http://www.imf.org/en/publications/weo>. Acesso em: 27 maio 2018.

IMF – INTERNACIONAL MONETARY FUND. **World economic outlook**. Washington, DC: IMF, 2017. Disponível em: <http://www.imf.org/en/publications/weo>. Acesso em: 1 jun. 2018.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Ipeadata**: macroeconômico. Brasília, DF: IPEA, 2018. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br>. Acesso em: 20 jun. 2018.

KALDOR, N. **Causes of the slow rate of economic growth of the United Kingdom**. Cambridge: Cambridge University Press, 1966.

LÉLIS, M. T. C.; SILVEIRA, E. M. C.; CUNHA, A. M.; HAINES, A. E. F. Economic growth and balance-of-payments constraint in Brazil: an analysis of the 1995-2013 period. **EconomiA**, [Niterói], v. 19, n. 1, p. 38-56, Jan./Apr. 2017. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.econ.2017.06.002>

LUND, S.; WINDHAGEN, E.; MANYIKA, J.; HÄRLE, P.; WOETZEL, L.; GOLDSHTEIN, D. The new dynamics of financial globalization. **Instituto Global Mckinsey**, Washington, DC, 22 ago. 2017. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/the-new-dynamics-of-financial-globalization>. Acesso em: 13 mar. 2018.

MEDEIROS, C.; SERRANO, F. Inserção externa, exportações e crescimento no Brasil. *In*: FERRAZ, J. C.; CROCCO, M.; ELIAS, L. A. (org.). **Liberalização econômica e desenvolvimento**. São Paulo: Futura, 2003. p. 324-349.

OSTRY, J. D.; GHOSH, A. R.; HABERMEIER, K.; LAEVEN, L.; CHAMON, M.; QURESHI, M. S.; KOKENYNE, A. Managing capital flows: what tools to use?. **Asian Development Review**, Mandaluyong City, v. 29, n. 1, p. 83-89, 2012. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1106.pdf>. Acesso em: 27 maio 2018.

OSTRY, J. D.; LOUNGANI, P.; FURCERI, D. Neoliberalism: oversold?. **Finance & Development**, Washington, DC, v. 53, n. 2, p. 38-41, jun. 2016. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2016/06/pdf/ostry.pdf>. Acesso em: 27 maio 2018.

PALLUDETO, A. W. A.; ABOUCHEDID, S. C. A hierarquia de moedas e a relação centro-periferia revisitada. *In*: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS CENTROS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA, 42., 2014, Natal. **Anais [...]**. Natal: ANPEC, 2014. Disponível em: https://www.anpec.org.br/encontro/2014/submissao/files_l/i7-e923374cc89126567270d9f340d65214.pdf. Acesso em: 27 maio 2018.

PRASAD, E. A middle ground: the renminbi is rising but will not rule. **Finance & Development**, Washington, DC, v. 54, n. 1, p. 30-31, mar. 2017. DOI 10.5089/9781475577150.022

PRATES, D. M. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 263-288, maio/ago. 2005. DOI 10.1590/S1415-98482005000200002

PREBISCH, R. El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas. *In*: GURRIERI, A. (org.). **La obra de Prebisch en la Cepal: lecturas**. Ciudad de Mexico: Fondo de Cultura Económica, 1982. p. 5-63.

RIBEIRO, F. J. S. **Reavaliando a vulnerabilidade externa da economia brasileira**. Brasília, DF: IPEA, 2016.

RODRIGUES, C. F. S.; LOURENÇO, A. L. C. A case for industrial policy?: forecast results from a disaggregated BOP-constrained growth model for brazilian economy (2016-2025). **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 25, n. 1, p. 1-24, 2021. DOI 10.1590/198055272512

STIGLITZ, J. E. Capital market liberalization, economic growth, and instability. **World Development**, Amsterdam, v. 28, n. 6, p. 1075-1086, 2000. DOI 10.1016/S0305-750X(00)00006-1

STREECK, W. How will capitalism end?. **New Left Review**, London, n. 87, p. 35-64, maio/jun. 2014. Disponível em: <https://newleftreview.org/issues/ii87/articles/wolfgang-streeck-how-will-capitalism-end.pdf>. Acesso em: 20 abr. 2018.

SUMMERS, L. U. S. Economic prospects: secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound. **Business Economics**, Berlim, v. 49, n. 2, p. 65-73, Feb. 2014. DOI: <https://doi.org/10.1057/be.2014.13>

THE FUTURE of liberalism: how to make sense of 2016. **The Economist**, London, 24 Dec. 2016. Disponível em: <https://www.economist.com/leaders/2016/12/24/how-to-make-sense-of-2016>. Acesso em: 27 maio 2018.

THIRLWALL, A. **Economic growth in an open developing economy: the role of structure and demand**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2013.

THIRLWALL, A. The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences. **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, Roma, v. 32, n. 128, p. 45-53, 1979. Disponível em: https://econpapers.repec.org/article/pnlbqlqr/1979_3a01.htm. Acesso em: 20 abr. 2018.

UNIDO – UNITED NATIONS INDUSTRIAL DEVELOPMENT ORGANIZATION. **Competitive industrial performance index (CIP)**: edition 2018. Viena: UNIDO, 2018. Disponível em: <http://stat.unido.org/database/CIP%202018>. Acesso em: 24 June 2018.