

Ajustes no Balanço de Pagamentos do Brasil durante a “Grande Reversão”

Daniela Magalhães Prates

Professora do Instituto de Economia da Unicamp e Pesquisadora do CNPq.

E-mail: daniprates@eco.unicamp.br

André Moreira Cunha

Professor do Departamento de Economia e Relações Internacionais da UFRGS e Pesquisador do CNPq.

E-mail: andre.cunha@ufrgs.br.

Resumo: O presente artigo analisa ajuste recente do balanço de pagamentos do Brasil. Entre 2014 e 2015, a melhoria dos resultados em conta corrente foi importante, mas menos intensa do que a observada em outros episódios de ajuste externo. Para explicar tais padrões, assume-se a hipótese que de mudanças estruturais da base produtiva e de especialização comercial externa interagem com os fatores conjunturais, internos e externos, na determinação do “ajuste de 2015”. Este, por sua vez, é parte do que aqui denominamos de a “grande reversão”, vale dizer, a profunda deterioração no desempenho da economia brasileira nos marcos da “grande recessão”.

Palavras chaves: Balanço de pagamentos; “Grande Recessão”, Economia Brasileira.

Abstract: *This article aims to analyze the recent balance of payments adjustment in Brazil. Between 2014 and 2015, current account improved remarkably, even though in a less intensive way in comparison with previous adjustments. To explain this result, we have assumed that structural and conjectural factors interacted. More specifically, the Brazilian “Great Reversal” is part of the broader “Great Recession” dynamics in the global economy.*

Key words: *Balance of Payments; Great Recession; Brazilian Economy*

JEL Classification: F3; F6; O19

1. INTRODUÇÃO

O saldo do Balanço de Pagamentos (BOP) brasileiro em 2015 foi positivo em US\$ 1,57 bilhão, cifra expressivamente menor (-85,5%) que a registrada no ano anterior (US\$ 10,8 bilhões). Este resultado decorreu de movimentos opostos nas duas principais contas do BOP. A conta financeira sofreu forte deterioração, recuando 44% (de US\$ 101 bilhões para US\$ 56,2 bilhões) como reflexo, sobretudo, da redução de 37% do ingresso líquido de capitais, de US\$ 188,3 bilhões para US\$ 119,2 bilhões. A maior retração (55,5%) foi registrada pelo investimento em carteira, seguido pelos outros investimentos (49%) e pelo investimento direto no país (IDP). Todavia, a despeito da queda de 22% nesses investimentos, estes somaram US\$ 75,1 bi (4,2% do PIB) e foram mais que suficientes para financiar o déficit em conta corrente em 2015. Este déficit diminuiu praticamente na mesma intensidade (43,7%) que o saldo da conta financeira, de um pouco mais de US\$ 100 bilhões em 2014 para US\$ 58,9 bilhões em 2015. Ou seja, houve um forte ajuste externo na passagem de 2014 para 2015. Contudo, uma apreciação mais rigorosa da dimensão desse ajuste requer a ampliação do horizonte temporal de análise.

O presente artigo se propõe a fazer isso e toma por referência o período de vigência do regime de câmbio flutuante (adotado em janeiro de 1999), que resulta numa dinâmica diferenciada de ajuste da conta de transações correntes em comparação aos regimes de câmbio administrado adotados anteriormente (detalhes em Prates, 2015). Nesse período, o ano de 2002 também se caracterizou por um intenso ajuste externo: a combinação de uma forte depreciação cambial com o baixo dinamismo da atividade doméstica resultou numa redução de US\$ 15,8 bilhões do déficit em transações correntes, de US\$ 23,2 bilhões para US\$ 7,6 bilhões. Ou seja, os valores absolutos sugerem um ajuste bem mais significativo em 2015. Todavia, o indicador mais adequado para esse tipo de comparação é a razão entre o saldo em transações correntes (TC) e o Produto Interno Bruto (PIB). Nesse critério, o ajuste em 2002 foi muito mais intenso (reco de 4,2% em 2001 para 1,5%, ou seja, 2,7 pontos percentuais). Já na passagem de 2014 para 2015, a queda foi de somente 1 ponto percentual em 2015 (de 4,3% em 2014 para 3,3%).

A diferença de intensidade do ajuste externo em 2002 e 2015, a despeito da vigência do mesmo regime cambial, pode estar associada a vários fatores. O primeiro a ser considerado é a conjuntura externa. Todavia, nos dois momentos, a situação macroeconômica internacional foi relativamente semelhante, caracterizada pela desaceleração do crescimento e pela evolução adversa dos preços das commodities. O segundo fator é o desempenho macroeconômico doméstico. Como ensinam os modelos de macroeconomia aberta, as variáveis relevantes são a taxa de câmbio real efetiva e a atividade econômica. Nos dois períodos, a trajetória dessa taxa foi favorável ao ajuste externo. Contudo, em 2001/2002, a depreciação cambial foi mais expressiva do que em 2014/2015.

Como as exportações e importações respondem às mudanças na taxa de câmbio com um *lag* temporal, também é importante considerar a variação acumulada: entre 1999-2002, esta foi de 110% contra 52% entre 2012-2015. Ou seja, a mudança de preços relativos desponta como um importante fator explicativo do ajuste externo nos dois momentos, bem como da sua maior intensidade em 2001/2002. Já o desempenho da

atividade econômica, que foi muito pior em 2014/2015 do que em 2001/2002, apontaria para um ajuste mais forte no período mais recente. Assim, os fatores conjunturais, externos e internos, são insuficientes para explicar o ajuste relativamente mais suave ocorrido em 2015. Ao que tudo indica, fatores de natureza estrutural estão por detrás da menor queda do indicador TC/PIB no período recente, dentre os quais se destaca a perda de densidade da cadeia industrial doméstica, que tornou as pautas exportadora e importadora ainda mais assimétricas.

Dado os anteriores, o presente artigo tem por objetivo analisar o padrão recente de ajustes no (BOP) do Brasil. Assume-se a hipótese que de mudanças estruturais da base produtiva e de especialização comercial externa interagem com os fatores conjunturais, internos e externos, na determinação do “ajuste de 2015”. Este, por sua vez, é parte do que aqui denominamos de a “grande reversão”, vale dizer, a profunda deterioração no desempenho da economia brasileira.

Argumentos e evidências estão organizados da seguinte forma: a seção 2 trata das origens e consequências da crise financeira global, bem como analisa o comportamento mais geral da economia brasileira nos anos 2000; a seção 3 detalha o ajuste das contas externas no período recente; seguem as considerações finais.

2. EVOLUÇÃO RECENTE DA ECONOMIA INTERNACIONAL E A “GRANDE REVERSÃO”

Nos últimos anos, agências oficiais multilaterais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI), a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Banco Mundial, o Banco Internacional para a Compensação de Pagamentos (BIS, na sigla em inglês), agências das Nações Unidas como a CEPAL, UNCTAD e DESA, e analistas independentes têm caracterizado o crescimento da economia mundial depois da crise financeira de 2007/2009 como sendo marcado pela baixo dinamismo, pela instabilidade e pela assimetria (Cynamon, Fazzari e Setterfield, 2013; Blanchard *et al.*, 2016)¹. Suas projeções têm sido sistematicamente frustradas em decorrência de efeitos idiossincráticos e sistêmicos, como: os impactos de invernos mais rigorosos no Hemisfério Norte; níveis baixos de expansão de importantes economias maduras, como as da área do euro e o Japão; a desaceleração observada nos países de renda média, particularmente na China, o que sinalizou a reversão do quadro virtuoso de maior dinamismo econômico nas economias emergentes e em desenvolvimento (EED); a queda nos preços das *commodities*; o enfraquecimento nas moedas das EED; e a instabilidade financeira decorrente dos anteriores. Duas regiões foram mais atingidas por esse ambiente: América Latina e Caribe e a Comunidade dos Estados Independentes que, não por coincidência, possuem economias especializadas na produção e exportações de recursos naturais.

A queda persistente nos preços das commodities entre 2013 e 2015 – 40% para o índice geral do FMI e mais de 50% para petróleo e derivados (IMF, 2016) –, particularmente o petróleo gerou efeitos diferenciados. Nos países importadores, famílias e empresas se beneficiaram pela redução de custos, com alívio nos orçamentos

¹ Ver, também: BIS (2014 e 2015), IMF (2015, 2016) e Unctad (2015).

e no equilíbrio patrimonial de agentes econômicos que haviam passado por forte *stress* nos anos anteriores. Por outro lado, os países exportadores enfrentam dificuldades em sustentar as trajetórias prévias de maior crescimento com redução de vulnerabilidades. Houve perda de vitalidade em termos de crescimento e impactos fiscais e financeiros adversos. No período recente, a taxa de crescimento da economia global tem-se situado na faixa de 3% ao ano, abaixo da média de 4,8% observada entre 2000 e 2008 (IMF, 2015 e 2016; BIS, 2014 e 2015; Unctad, 2015). No horizonte próximo, vislumbra-se um cenário de crescimento relativamente modesto, em meio a riscos diversos derivados de um quadro aparentemente estrutural de instabilidade financeira e de problemas geopolíticos. As políticas monetárias excepcionalmente expansionistas nas economias centrais depois de 2008 parecem ter acentuado tais efeitos desestabilizadores (Blanchard *et al.*, 2016; Jucelius *et al.*, 2016).

Os **ciclos financeiros** (Borio, 2012; Rey, 2013; BIS, 2014 e 2015) têm-se caracterizado por períodos longos de alta nos preços de ativos em geral, especialmente ações e imóveis, condições creditícias mais favoráveis e elevação nos níveis de endividamento de famílias, empresas e governos. Nas fases de alta, o otimismo excessivo, sancionado pelas políticas monetárias expansionistas das economias avançadas provoca ampliação no consumo das famílias e de demanda por diversas categorias de ativos financeiros. As margens de risco são reduzidas e as posturas financeiras especulativas prosperam. Já nas fases de reversão, predominam as crises financeiras, com distintos graus de severidade, onde a euforia se transforma em pânico, e a fuga para a qualidade provoca fortes oscilações nos preços dos ativos considerados de maior risco. Países emergentes com mercados financeiros mais abertos, como no caso das economias latino-americanas, tendem a ser mais atingidos. Tais ciclos são parte constitutiva da economia na era da globalização e ajudam a compreender como a crise *subprime* se converteu na “grande recessão”.

A falência do banco de investimentos Lehman Brothers, em setembro de 2008, foi o ponto culminante das tensões sobre os mercados financeiros cuja origem pode ser identificada em agosto de 2007. Neste momento, explicita-se a exposição de bancos e fundos de investimentos aos títulos lastreados em ativos hipotecários de baixa qualidade (*subprime mortgage backed securities*). No último trimestre de 2008, aquilo que parecia ser um problema localizado, converte-se em uma crise financeira global (CFG). Todos os segmentos dos mercados financeiros foram atingidos. Para além da esfera financeira, a economia real foi significativamente afetada. As economias avançadas (EA) apresentaram a maior contração de renda em tempos de paz, desde a crise de 1929. A taxa de desemprego dobrou nos Estados Unidos e na Europa, as regiões mais afetadas. No último trimestre de 2008, e ao longo de 2009, as principais economias maduras e emergentes lançaram mão de um amplo leque de medidas monetárias, creditícias e fiscais que evitaram uma retração ainda mais intensa. Ao invés de uma nova grande depressão, passou-se a conviver com um ambiente de baixo crescimento, elevado desemprego e volatilidade exacerbada nos mercados financeiros, denominada de “grande recessão”. Em um primeiro momento, as economias emergentes mais dinâmicas sofreram menos com a crise e mostraram maior capacidade de retomar patamares elevados de expansão, especialmente em 2010. Todavia, com a retirada dos estímulos de

política econômica e a lenta recuperação nas economias avançadas, observou-se a tendência de perda de dinamismo a partir de 2011.

As economias emergentes e em desenvolvimento (EED) só não experimentaram uma reversão total do período prévio de elevado crescimento, pois a maioria dos governos dos países de maior porte neste conjunto, particularmente a China, lançou mão de fortes políticas anticíclicas. Ainda assim, o crescimento baixo – particularmente nas EA – instável e caracterizado pela elevação nas taxas de desemprego e pela queda nas rendas do trabalho, bem como a emergência de novos episódios de tensão, como a crise das dívidas soberanas na área do euro, consagraram a expressão “grande recessão” para caracterizar o período que se inaugura em 2007/2008.

Os principais legados da crise e de como esta tem sido enfrentada, ainda se fazem sentir e afetam o comportamento corrente das diversas economias. Mais especificamente, bancos, empresas e famílias, nas EA e EED, apresentam maior vulnerabilidade financeira. No ciclo anterior de expansão, particularmente nas EA, e como resposta à crise *subprime*, a forte expansão do crédito e, portanto, do endividamento dos agentes econômicos, esteve no centro das respectivas dinâmicas de crescimento. Em tais contextos, a combinação entre período de baixa liquidez e de queda nos preços dos ativos financeiros tende a comprometer o equilíbrio patrimonial dos agentes. Estes, na medida em que dependem do valor de seus ativos e dívidas, para garantir os gastos correntes, tendem a se retrair, impondo processos recessivos que estão diretamente associados às condições dos mercados financeiros. Durante a “grande recessão”, dívidas altas, ativos problemáticos e baixo crescimento se combinam para gerar um ambiente de recuperação ainda lenta, instável e assimétrica (BIS, 2014 e 2015; Unctad, 2015; IMF, 2016).

Assim, o processo de recuperação da economia mundial, nesses anos que se seguiram à eclosão da crise *subprime* tem-se caracterizado pela instabilidade e assimetria. Predomina a perda de dinamismo, com o ritmo de expansão depois de 2009 sendo inferior ao observado no ciclo 2000-2008 (IMF, 2015 e 2016; BIS, 2014 e 2015). Antes da CFG, países de renda mais elevada se expandiam na faixa de 2,7% a.a., sob a liderança da economia estadunidense e, entre 2002 e 2008, com sinais de recuperação na Europa e Japão. Entre 2009 e 2015, quando há a combinação de contração na renda, aumento no desemprego, deterioração fiscal e financeira, o crescimento foi de 1,2% a.a. Para 2016-2021, estima-se potencial de expansão em 2% a.a. Já os países de renda baixa e média, puxados pelas grandes economias emergentes, particularmente a China, avançavam ao ritmo de pouco acima de 6% a.a., passando, no período recente, para 5% a.a (IMF, 2016; ECLAC, 2016).

Diante de tal perda de dinamismo nas EA, instaurou-se um debate² em torno das suas causas, se conjunturais, associadas à própria crise e à ausência de políticas

² A visão original é do ex-Secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Lawrence Summers (U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound, February, 2014 - <http://larrysummers.com/wp-content/uploads/2014/06/NABE-speech-Lawrence-H.-Summers1.pdf>, acesso em 15/05/2026). Ver, também, o livro eletrônico com contribuições de alguns dos mais destacados economistas contemporâneos (Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures - http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf, acesso em 15/06/2015).

anticíclicas mais robustas, ou se estruturais, derivadas de fatores demográficos e tecnológicos. A tese da “estagnação secular” passou a ganhar adeptos. Para seus defensores a perda de potencial de crescimento se origina, dentre outros fatores, no envelhecimento da população global, nos menores ganhos de produtividade derivados de níveis menos robustos de investimentos em máquinas, equipamentos e infraestrutura, e nos efeitos já comentados da CFG em termos de elevação dos níveis de endividamento e desvalorizações no valor de muitas categorias de ativos financeiros. Há eventuais divergências sobre o grau de importância daqueles fatores, mas ampla convergência na constatação de que a economia tende a crescer menos, especialmente se os formuladores de política econômica seguiram apostando em estratégias minimalistas e conservadoras.

O comércio mundial e o mercado de trabalho foram particularmente afetados pelo ambiente de menor pujança econômica. A razão entre o valor das exportações de bens e serviços e a renda, ambos para o conjunto da economia mundial. Tal coeficiente passou de 17% no começo dos anos 1980 para pouco mais de 31% no auge do processo de globalização. Com a crise ele recuou para o coeficiente exportações/produto da economia mundial passou de 31% (2007) para 26% (2009). Em termos relativos, as economias nacionais são menos integradas hoje do que antes de 2008. A crise produziu um recuo no movimento prévio de maior integração global das economias nacionais. Aqui, também, a recuperação se dá de forma lenta, instável e assimétrica. No mercado de trabalho, a crise e seus desdobramentos se manifestaram de forma contundente na ampliação na taxa de desemprego de longo prazo e na taxa de desemprego entre os jovens³. Ademais, a desigualdade na distribuição da renda segue dificultando a retomada e colocando em xeque os sistemas democráticos. Estima-se⁴ que, em média, os 10% mais ricos no mundo detenham algo entre 30 e 40% da renda, ao passo que os 10% mais pobres ficam com 2%.

Do ponto de vista das economias emergentes e em desenvolvimento, ganha relevo as divergências no desempenho de países, regiões e grupos analíticos. Países e regiões produtoras e exportadoras de recursos naturais, especialmente o petróleo, sentem os impactos negativos de um choque desfavorável dos termos de intercâmbio. Se América Latina (AL), Oriente Médio e Norte da África (OMNA) e África Subsaariana (AS) foram as regiões mais beneficiadas no período 2002-2012, pelo “choque favorável” nos termos de intercâmbio, também foram as que experimentaram, com maior intensidade, o recente reverso da fortuna. Por isso mesmo, suas contas externas e finanças públicas se deterioraram e a expansão da renda é menor (IMF, 2015, 2016; BIS, 2014 e 2015).

Dentre as grandes nações emergentes, China e Índia apresentam no horizonte de curto prazo perspectivas opostas. Enquanto a primeira segue em trajetória de moderação no crescimento, com projeções para variação do PIB abaixo de 7%, a segunda acelera e

³ International Labour Organization. World Employment and Social Outlook – 2015 Trends. Disponível em: http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---dcomm/---publ/documents/publication/wcms_337069.pdf; e World Employment and Social Outlook: The Changing Nature of Jobs. Disponível em: http://www.ilo.org/global/research/global-reports/weso/2015-changing-nature-of-jobs/WCMS_368626/lang-en/index.htm

⁴ *Idem*.

deverá apresentar taxas mais robustas de expansão. Ainda assim, a China se mantém como segunda maior economia do mundo, quando se mede em dólares estadunidenses correntes. Em 2015, tornou-se a maior economia do mundo em termos de paridade poder de compra. Ademais, trata-se o maior *trader* global, que experimenta um dos mais vigorosos processos de modernização produtiva e internacionalização da história moderna. Nenhum outro país cresceu tanto e por tanto tempo quanto a China. Já são mais de 30 anos com taxas médias de crescimento próximas a 10% ao ano, em média.

A crise de 2007/2008 levou o governo chinês a adotar fortes estímulos fiscais e creditícios, o que foi decisivo para manter seu crescimento entre 8% e 9% nos anos subsequentes e, por decorrência, contribuir com a atenuação dos efeitos depressivos globais da contração das economias avançadas. Para se colocar em perspectiva os efeitos de tais medidas, deve-se lembrar que a economia chinesa mais do que dobrou de tamanho em seis anos: em 2008, seu PIB em valores correntes era de US\$ 4,5 trilhões, passando a US\$ 10,4 trilhões em 2014. Em paridade poder de compra, tais magnitudes foram de US\$ 9,8 trilhões para US\$ 17,6 trilhões. A renda per capita, em valores correntes e em paridade poder de compra também mais do que duplicou, cresceu atingindo, em 2014, US\$ 7,6 mil e US\$ 12,9 mil.

Nos últimos meses o desempenho da economia chinesa tem sido fonte de apreensão: a alteração em sua política cambial, a correção no mercado acionário e a desaceleração do nível de atividades foram fontes de instabilidade. No lado real, e após crescer mais 10% por três décadas, com taxas que chegaram a 14% nos anos que antecederam à crise financeira global de 2008, a renda da China avança hoje a níveis menos exuberantes, abaixo de 7%. Seu modelo de crescimento sempre foi muito dependente dos investimentos domésticos (construção de novas unidades produtivas, aquisição de máquinas e equipamentos, construção civil etc.) e das exportações de manufaturas.

O ambiente de menor dinamismo da demanda global depois de 2008 fragilizou a dimensão externa de seu modelo, ao passo que os estímulos fiscais e creditícios mantiveram os investimentos em patamares altos. Assim, ampliou-se a capacidade produtiva e, em paralelo, os níveis de endividamento da economia, sem que o mercado doméstico tenha se desenvolvido a ponto de substituir as parcelas perdidas de demanda externa. Em conjunto, tais fatores provocam menor crescimento, o que amplia as dúvidas dos investidores sobre potencial efetivo de expansão da China, bem como da capacidade do governo chinês em garantir uma transição suave para um regime de menor crescimento.

A perda de vitalidade da economia chinesa se propaga globalmente por meio de dois canais principais: comércio e finanças (IMF, 2015 e 2016; BIS, 2014 e 2015; ECLAC, 2016). Com respeito ao primeiro, sofrem mais os produtores e exportadores de recursos naturais e demais insumos industriais, pois o menor crescimento chinês reduz quantidades e preços transacionados no mercado internacional. No plano financeiro, os países mais afetados no canal comercial experimentam desvalorizações em suas moedas e demais ativos financeiros. Os níveis de endividamento dos setores público e privados são cada vez mais elevados e refletem a estratégia de saída da crise de 2008 e 2009. Aparentemente, a desaceleração recente traduz as dificuldades de reproduzir o mesmo

conjunto de políticas caracterizado, dentre outras coisas, pelo maciço estímulo creditício e fiscal observado em 2009 e 2010.

Portanto, enquanto as economias avançadas no ocidente e na Ásia, particularmente o Japão, experimentaram um longo processo de contração e/ou estagnação, a China continuou avançando. O horizonte de curto prazo é de moderação adicional na velocidade de crescimento. Ao mesmo tempo, o governo chinês busca reduzir os desequilíbrios prévios, e esses são muitos, com destaque para a distribuição de renda, a deterioração do meio ambiente, excesso de investimentos, elevada dependência do mercado externo, o elevado endividamento, especialmente de governos locais, e a elevação excessiva nos preços de alguns ativos financeiros. As demais economias asiáticas adotam, com maior ou menor ênfase, a estratégia de crescimento baseado em exportações, sendo estas direcionadas para os principais mercados ocidentais. Como estes se recuperam de forma lenta e instável, torna-se cada vez mais difícil manter os níveis pré-crise de crescimento. Ainda assim, as economias asiáticas logram manter dinamismo, se vinculam crescentemente umas às outras, em um vigoroso processo de integração regional. Este se centraliza cada vez mais na China, que, por sua vez, tenta mudar seu modo de expansão: menor velocidade e com foco no mercado interno.

É neste contexto mais geral que se deve buscar compreender a evolução recente das economias latino-americanas, em geral, e brasileira, em particular. Após um período de elevado crescimento, com melhorias nos fundamentos macroeconômicos – fiscais, monetários e externos – os países da região passaram por um processo de forte desaceleração. Se o maior dinamismo observado entre 2002 e 2012 deveu-se, em importante medida, ao choque favorável nos termos de intercâmbio, dado o aumento nos preços internacionais das *commodities* agrícolas, minerais e energéticas, a reversão destes, nos últimos anos, contribuiu para aquela perda de vitalidade. Os estímulos do *boom* nas *commodities* foram mais sentidos na América do Sul, cujos países são grandes produtores e exportadores de recursos naturais. Da mesma forma, ali se encontram economias que agora crescem pouco e/ou estão em contração. Os países da América Central, Caribe e México se beneficiam da recuperação no crescimento dos Estados Unidos e, para os importadores líquidos de energia, dos estímulos gerados pela queda nos preços do petróleo. De um modo geral, os níveis de investimento na América Latina são baixos. Assim, para elevá-los torna-se crucial a criação de ambientes regulatórios mais estáveis, capazes de estimular o direcionamento de recursos privados para projetos de prazos mais longos de maturação, que ampliem a capacidade produtiva e modernizem as malhas de transporte, a produção e o fornecimento de energia e as telecomunicações. Complementarmente, os governos locais precisam alterar seus respectivos perfis de financiamento e de gasto para ampliar investimentos em infraestrutura (IMF, 2015 e 2016).

No caso específico do Brasil, não parece ser um exagero caracterizar o desempenho a partir de 2014 como sendo dos piores das últimas décadas, só comparável aos períodos de crise externa, no começo dos anos 1930 e 1980, e de descontrole inflacionário no princípio dos anos 1990 (Belluzzo e Almeida, 2002; Carneiro, 2002; Bacha e Bolle, 2013; Monsueto *et al.*, 2014; Bonelli e Veloso, 2016; ECLAC, 2016; Pereira e Mattei, 2016). Em uma perspectiva de mais longo prazo, nota-se que desde os anos 1980

o Brasil cresce sistematicamente abaixo da média mundial, ou mesmo do que a média do conjunto das EED e das economias da América Latina. Portanto, o baixo dinamismo recente parece reafirmar, mais do que se constituir em exceção, a trajetória de crescimento medíocre e instável da economia brasileira. Tal realidade contrasta com o desempenho realizado entre os anos 1950 e 1980, quando o Brasil crescia cerca do dobro da média mundial, e era, depois do Japão, a economia de mercado que avançava com as taxas mais robustas (Palma, 2011; Monsueto *et al.*, 2014).

Com a contração do PIB em 2015 e 2016, reproduz-se a experiência do começo dos anos 1930. No auge da “grande depressão”, houve dois anos consecutivos de queda na renda, algo que não havia se repetido desde então. Ademais, vislumbra-se para o triênio 2015-2017, a combinação de crescimento médio negativo do produto, manutenção de pressões inflacionárias, deterioração das condições do mercado de trabalho e das finanças públicas. O comportamento da economia brasileira converge com a de outras economias produtoras e exportadoras de recursos naturais e que passaram a sofrer os efeitos negativos da deterioração dos termos de intercâmbio. A Argentina, principal parceiro comercial do país na América do Sul, também enfrenta dificuldades importantes, depois de ter vivido anos de bonança com a alta nos preços das *commodities*. O reverso das fortunas afeta economia e política ao redor do continente (IMF, 2015 e 2016; ECLAC, 2016).

Para compreender o momento atual há que se atentar para os impactos domésticos do ciclo de crescimento e de crise da economia mundial durante os anos 2000. Particular atenção deve ser dada aos desdobramentos da crise financeira global, na medida em que esta condicionou o comportamento de todos os países. As formas específicas de enfrentamento da crise engendraram trajetórias mais ou menos virtuosas, conforme argumentado nas seções anteriores. Adicionalmente, é importante que sejam consideradas as características da estrutura econômica e institucional de cada país, o que tratamos de fazer na sequência para o caso brasileiro.

Antes de 2008, a combinação entre um ambiente internacional favorável, marcado pela elevação na demanda e nos preços dos recursos naturais, e uma dinâmica doméstica de expansão do emprego, dos salários e do crédito, criou uma trajetória positiva de aceleração no crescimento do PIB, inflação sob controle, fundamentos fiscais e externos sólidos e melhor distribuição da renda. Após a crise, o governo brasileiro seguiu a tendência internacional de adoção de estímulos monetários, creditícios e fiscais contundentes, de modo a reverter a tendência depressiva. Retrospectivamente, pode-se afirmar que tais iniciativas garantiram o amortecimento dos impactos da crise em 2009, quando o PIB experimentou contração de 0,3%. Porém, já em 2010, a expansão veio vigorosa e o crescimento foi de 7,5%. Em 2011, o governo central conduziu um aperto fiscal, que veio se somar à retomada da política monetária restritiva. Isto porque, havia sinais de que a aceleração do crescimento vinha acompanhada de pressões inflacionárias significativas.

O ambiente internacional foi-se tornando cada vez menos favorável a partir de 2011, pois emerge um quadro de: (i) crescente instabilidade nos mercados financeiros, dados problemas de endividamento das economias europeias e as fragilidades financeira disseminadas em diversos países; (ii) baixo crescimento do conjunto das economias

maduras, particularmente os Estados Unidos, agravada pelos efeitos da crescente tensão política do congresso estadunidense sobre a situação fiscal do país; e (iii) desaceleração no crescimento das principais economias emergentes, particularmente a China, o que comprometeu o bom desempenho do comércio mundial de *commodities* – minerais, energéticas e alimentos.

Neste novo período, de recrudescimento da crise internacional, verificou-se, por parte do governo central, da renovação, com ainda maior intensidade, da aposta nos estímulos fiscais, por meio, principalmente, de desonerações tributárias diversas, e de apoio aos bancos públicos, como fontes estratégicas para a sustentação do crédito para investimentos de longo prazo, não garantiram a manutenção de taxas robustas de crescimento. Se o segundo pilar se mostrou efetivo, na medida em que o crédito privado deixou de irrigar a economia a partir da crise de 2008, cabendo ao crédito público sustentar os níveis já medíocres da formação bruta de capital; o primeiro pilar parece não ter funcionado adequadamente.

A partir de meados de 2013 foi-se caracterizando uma reversão importante, onde o baixo dinamismo em termos de expansão do nível de atividade passou a ser acompanhado pela deterioração nos principais fundamentos macroeconômicos. No plano externo, ficou para trás a bonança do período de choque favorável nos termos de intercâmbio. A combinação entre vários anos em que a demanda doméstica crescia acima da capacidade produtiva local, com queda nos preços internacionais dos recursos naturais e, até meados de 2013, um Real forte, se traduziu em déficits em conta corrente entre -3% e -4% do PIB.

As pressões inflacionárias foram sendo contidas pela política fiscal, como nos casos emblemáticos da energia elétrica e dos combustíveis. A primeira onda de protestos populares, em junho de 2013, e o ambiente eleitoral acirrado, em 2014, induziu os governos central e locais (estados e municípios) a ampliar os estímulos fiscais para além das respectivas capacidades de arrecadação em meio às trajetórias declinantes de crescimento da renda. A piora na economia se combinou com a crise política aberta. Em síntese, o Brasil tem diante de si a perspectiva de registrar quatro décadas de baixo crescimento, onde a taxa mediana de variação do PIB seria de 2,5% a.a., menor do que a observada na economia global (3,6%), nos países emergentes e em desenvolvimento (4,5%) e mesmo do que as economias latino-americanas (3%) (Bonelli e Veloso, 2016; ECLAC, 2016; Pereira e Mattei, 2016). É neste contexto que se observou a deterioração e o ajuste recente do BOP.

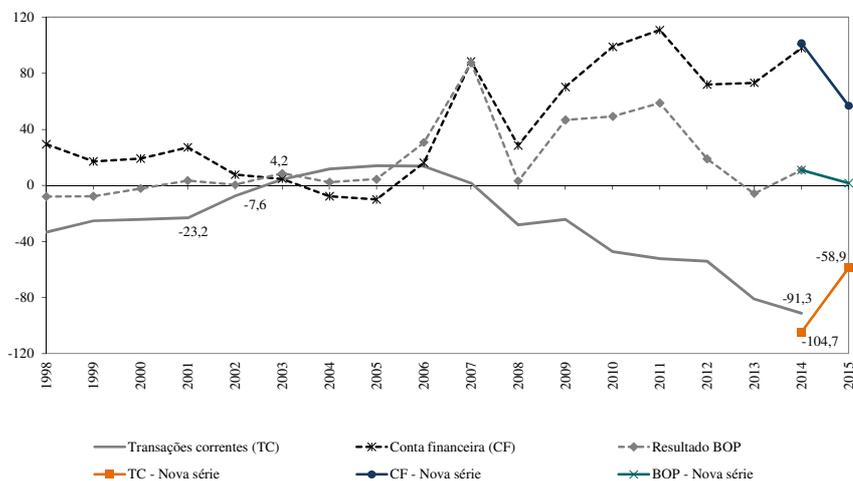
3. O AJUSTE DO BPO: ENTENDENDO 2015 EM UMA PERSPECTIVA DE MAIS LONGO PRAZO

O saldo do balanço de pagamentos (BOP) brasileiro em 2015 foi positivo, mas expressivamente menor (-85,5%) que o registrado no ano anterior. Esse resultado decorreu de movimentos opostos nas duas principais contas do BOP. Por um lado, o saldo da conta financeira (que registra o fluxo líquido de capitais entre o país e o exterior), embora tenha se mantido superavitário, sofreu forte deterioração. Por outro lado, o déficit nas transações correntes diminuiu praticamente na mesma intensidade.

A comparação de curto prazo já revela que a conta de transações correntes sofreu um forte ajuste na passagem de 2014 para 2015. Contudo, uma apreciação mais rigorosa da dimensão desse ajuste requer a ampliação do horizonte temporal. Para tanto, é necessário considerar o período de vigência do regime de câmbio flutuante (adotado em janeiro de 1999 após a crise cambial que levou ao colapso do sistema de bandas cambiais), que resulta numa dinâmica diferenciada do ajuste externo em comparação aos regimes de câmbio administrado adotados anteriormente. Além disso, essa ampliação exigiu a “união” das duas séries de BOP, o que não compromete a análise, pois as diferenças metodológicas não são significativas (Banco Central do Brasil, 2015).

O gráfico 1 sugere que o ajuste foi bem mais significativo em 2015 do que em 2002, quando a combinação de uma forte depreciação cambial com o baixo dinamismo da atividade doméstica resultou numa redução de US\$ 15,8 bilhões do déficit em transações correntes, de US\$ 23,2 bilhões para US\$ 7,6 bilhões.

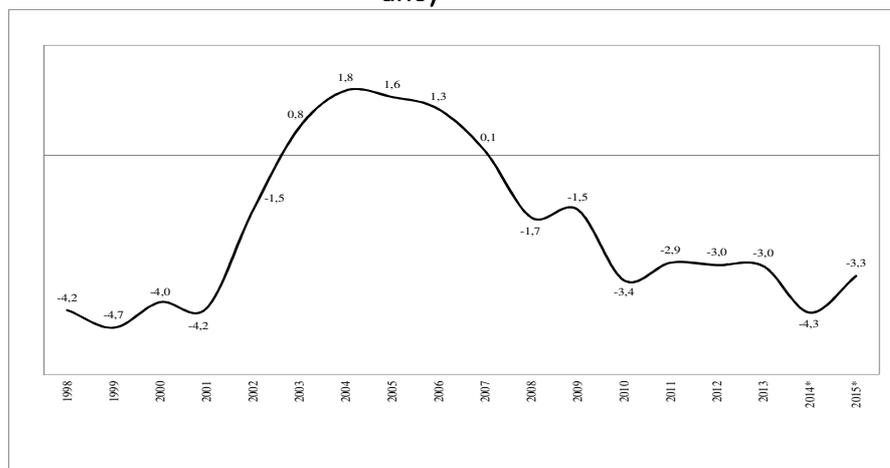
Gráfico 1 – Balanço de Pagamentos, 1998-2015 (US\$ bilhões)



Fonte: elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil (2016).

Todavia, a comparação dos valores absolutos não é a mais apropriada para esse tipo de análise. Nesse caso, o indicador mais adequado é a razão entre o saldo em transações correntes (TC) e o Produto Interno Bruto (PIB). Nesse critério, o ajuste em 2002 foi muito mais intenso (gráfico 2): o déficit em TC recuou de 4,2% em 2001 para 1,5% (ou seja, 2,7 pontos percentuais). Já na passagem de 2014 para 2015, a queda foi de somente 1 ponto percentual em 2015 (de 4,3% em 2014 para 3,3%).

Gráfico 2 – Saldo em Transações Correntes, Brasil (% do PIB em dezembro de cada ano)



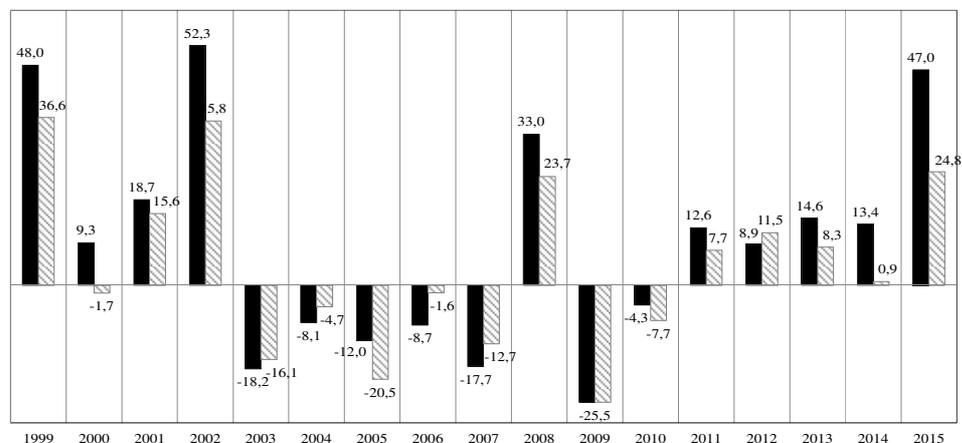
Fonte: elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil (2016). (*) Nova Série.

Assim, a seguinte questão se coloca: quais foram os determinantes dessa diferença na intensidade do ajuste externo em 2002 e 2015, a despeito da vigência do mesmo regime cambial? Vale mencionar igualmente que o grau de abertura externa, comercial e financeira, que também condiciona a dinâmica das contas externas, não sofreu alterações significativas desde janeiro de 2000 (quando a abertura financeira foi ampliada) (Prates, 2015).

O primeiro fator a ser considerado é a conjuntura externa. Nos dois momentos, a situação macroeconômica internacional foi marcada pela desaceleração do crescimento, ou seja, pelo desempenho desfavorável da demanda externa. Outro importante condicionante das exportações brasileiras, o desempenho dos preços das commodities, também não parece explicar a diferença: estavam em patamares deprimidos até 2002, a partir dos quais emergiu a primeira fase de alta dos anos 2000 que se encerrou com a crise financeira global. No período recente, embora ainda em patamares superiores aos vigentes no início do milênio, uma nova fase de baixa teve início em 2011 e se intensificou em 2014 (ver seção 2). Todavia, vale mencionar uma diferença entre os dois momentos considerados: após a crise financeira e econômica global de 2008-2009, o comércio internacional tornou-se menos dinâmico, com taxas de crescimento inferiores ao produto global (IMF, 2015; 2016; ECLAC, 2016).

O segundo fator a ser considerado é o desempenho macroeconômico doméstico. Nesse caso, como ensinam os modelos de macroeconomia aberta, as variáveis relevantes são a taxa de câmbio real efetiva (preço relativo entre os bens externos e internos) e atividade econômica. Nos dois períodos, a trajetória dessa taxa foi favorável ao ajuste externo. Contudo, em 2001/2002, a depreciação cambial foi mais expressiva do que em 2014/2015. Como as exportações e importações respondem às mudanças na taxa de câmbio com um *lag* temporal, também é importante considerar a variação acumulada: entre 1999-2002, esta foi de 110% contra 52% entre 2012-2015. Ou seja, a mudança de preços relativos desponta como um importante fator explicativo do ajuste externo nos dois momentos, bem como da sua maior intensidade em 2001/2002. (Prates, 2015; IMF, 2015 e 2016; ECLAC, 2016).

Gráfico 3 – Variação da Taxa de Câmbio (Nominal e Real) do Brasil, 1999-2015 (%)



Fonte: elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil (2016). (*) Cálculo com base na taxa de câmbio nominal de venda de final de período e da taxa de câmbio efetiva deflacionada pelo IPCA.

Já o segundo condicionante interno, a atividade econômica doméstica, indicaria um ajuste mais forte em 2015 do que em 2002. Isto porque, o desempenho do PIB no período recente foi muito pior do que em 2001/2002. Desde o primeiro trimestre de 2015, o PIB registra variações negativas e expressivas (IMF, 2015 e 2016; ECLAC, 2016).

Em suma, os fatos estilizados apresentados acima não fornecem uma resposta conclusiva para a pergunta colocada. Por um lado, o desempenho da economia internacional nos dois períodos foi relativamente semelhante. Por outro lado, no caso das variáveis macroeconômicas domésticas, que foram favoráveis ao ajuste externo nos dois períodos, enquanto a trajetória da taxa de câmbio real efetiva é coerente com o maior ajuste externo em 2001/2002, a evolução do PIB sugeriria um resultado oposto. Em outras palavras, os fatores conjunturais, externos e internos, não são insuficientes para explicar o ajuste relativamente mais suave ocorrido em 2015.

Assim, ao que tudo indica, fatores de natureza estrutural estão por detrás da menor queda do indicador TC/PIB no período recente, dentre os quais se destacam as mudanças ocorridas na estrutura da indústria brasileira entre os dois momentos considerados, quais sejam, a perda de densidade da cadeia industrial doméstica, que alguns denominam de desindustrialização precoce. Contribuíram para essas mudanças a interação de diversos fatores, sejam internos – como o longo período de apreciação cambial (2003-2007 e 2009-2010), a deficiente infraestrutura e a excessiva carga tributária incidente sobre a produção industrial –, sejam externos – como o acirramento da concorrência no mercado internacional (associado ao efeito-china, à grande recessão, entre outros fatores) e a reestruturação das cadeias globais de valor.

Essas mudanças refletiram-se nas pautas exportadora e importadora brasileiras, que se tornaram ainda mais assimétricas (Nassif, 2015; Bichara *et al.*, 2015; ECLAC, 2016). A participação dos produtos manufaturados (especialmente de maior conteúdo

tecnológico) nas compras externas aumentou ainda mais e, no caso das exportações, o movimento contrário foi observado. A participação desses produtos no total exportado regrediu de 53% para 34% entre 2005 e 2014 (IEDI, 2015b) e exportações brasileiras recuaram do 41º lugar para a 51ª posição no *ranking* mundial da complexidade entre 2004 e 2014 (IEDI, 2016).

Essa nova composição da pauta de comércio exterior alterou as elasticidades das exportações e importações às variações tanto da taxa de câmbio como da absorção doméstica e da demanda externa (Lélis *et al.*, 2015; Unctad, 2015; Bichara *et al.*, 2015). Além disso, a estrutura das demais subcontas das transações correntes, que respondem, igualmente, às variações cambiais e do nível de atividades, também sofreu alterações entre os dois momentos considerados, que influenciaram a intensidade do ajuste externo em 2015, como detalhado a seguir.

Na nova metodologia do BOP, as transações correntes são desagregadas em quatro subcontas: (i) balança comercial; (ii) serviços; (iii) renda primária, que corresponde às “rendas” da metodologia anterior; (iv) renda secundária, que equivale às “transferências unilaterais” da metodologia anterior. Somente essa última, que é a menos relevante no caso do Brasil, manteve-se praticamente estável entre 2014 e 2015. Em contrapartida, as três principais subcontas reagiram, em diferentes intensidades, à depreciação do real e à retração acentuada da atividade econômica em 2015 (tabela 1).

Tabela 1 – Transações Correntes do Brasil, 2014-2015 (US\$ milhões)

	2014	2015	Var. (%)
Balança comercial (bens)	-6.284	17.670	n.d
Exportações	224.600	190.092	-15,4
Importações	230.884	172.422	-25,3
Serviços	-48.443	-36.978	-23,7
Viagens	-18.724	-11.513	-38,5
Aluguel de equipamentos	-22.629	-21.532	-4,8
Renda primária de investimentos	-52.528	-42.706	-18,7
Investimento direto	-28.226	-21.255	-24,7
Investimento em carteira	-21.067	-18.092	-14,1
<i>Lucros e dividendos</i>	-6.688	-4.128	-38,3
<i>Juros de títulos negociados no mercado doméstico</i>	-7.631	-6.891	-9,7
<i>Juros de títulos negociados no mercado externo</i>	-6.748	-7.073	4,8
Outros investimentos	-6.225	-5.932	-4,7

Fonte: elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil (2016).

No caso da balança comercial, a passagem de um déficit de US\$ 6,3 bilhões para um superávit de US\$ 17,7 bilhões decorreu da maior queda das importações (-25,3%) relativamente às exportações (-15,4%). Consequentemente, a corrente de comércio diminuiu significativamente, em 20,4%. Já em 2002, enquanto as importações retraíram-se 15%, as exportações avançaram 3,7% e essa corrente recuou 5,4%.

Assim, o ajuste em 2015 foi mais perverso, pois se ancorou na redução tanto das compras como das vendas externas, o que decorreu da combinação dos fatores conjunturais (externos e internos) e estruturais mencionados na seção anterior, dentre os quais se destacam: no caso das importações, a maior intensidade da recessão em 2015 num contexto de maior conteúdo importado da produção industrial; no caso das exportações, a menor participação dos produtos manufaturados teve dois efeitos

simultâneos, quais sejam, ampliou o impacto da queda dos preços das commodities sobre o valor das vendas externas e reduziu a elasticidade das quantidades exportadas à depreciação cambial e às demandas externa e interna (que também afeta essas quantidades no caso de economias de dimensão continental como a brasileira). Esses efeitos somados ao baixo crescimento mundial e às mudanças na dinâmica do comércio internacional no contexto pós-crise explicam o comportamento atípico das exportações em 2015.

No âmbito da subconta de serviços, a redução do déficit foi expressiva, de 23,7%. O resultado negativo dessa conta praticamente dobrou de patamar na passagem de 2004 para 2005 (quando superou US\$ 8 bilhões) e aumentou continuamente a partir de então, superando US\$40 bilhões em 2012. Os dois itens que foram os principais responsáveis por essa trajetória – viagens internacionais e aluguel de equipamentos – tiveram contribuições opostas para o ajuste ocorrido em 2015. O item “viagens” aumentou a elasticidade desta subconta a depreciações da moeda doméstica, pois esse tipo de gasto é muito sensível e reage rapidamente às variações cambiais. Em contrapartida, a maior relevância do item “aluguel de equipamentos” (que inclui aluguel de equipamentos pela Petrobrás) atuou no sentido contrário. Esse item recuou somente 4,8% na base de comparação utilizada.

Finalmente, o déficit da subconta “Renda primária de investimentos” diminuiu 18,7%, de US\$ 52,5 bilhões para US\$ 42,7 bilhões. Embora essa conta seja estruturalmente negativa devido ao elevado passivo externo líquido da economia brasileira, sua composição também se alterou devido às mudanças na estrutura desse passivo a partir de 2005, que reduziram o chamado descasamento de moedas, quais sejam, o aumento da participação dos estoques de investimento direto e de investimento em carteira no país e a redução da dívida externa (IEDI, 2015a). Com isso, as rendas denominadas em reais (lucros e dividendos do investimento direto e em ações e juros de títulos negociados no mercado doméstico) passaram a superar as rendas denominadas em dólares (juros de títulos negociados no mercado externo e outros investimentos), o que tornou essa subconta mais elástica às variações do PIB e da taxa de câmbio. Enquanto as remessas de lucros e dividendos foram negativamente afetadas pela recessão, bem como pela alta da taxa de câmbio (que reduz o seu valor em dólares), as remessas dos juros dos títulos negociados no mercado doméstico foram desestimuladas por essa alta, ou seja, pela depreciação cambial.

O superávit da conta financeira recuou US\$ 101 bilhões em 2014 para US\$ 56,7 bilhões em 2015, menor cifra registrada desde 2008 (US\$ 28,3 bilhões na série antiga). Todavia, a queda de 44% não foi tão forte como a observada no ano da crise financeira global (68% na mesma base de comparação), quando seu efeito-contágio atingiu de forma indiscriminada as economias emergentes, independentemente da situação dos fundamentos macroeconômicos.

Já em 2015, além das piores condições de liquidez internacional para essas economias (mas, em menor intensidade do que em 2008) – associada às expectativas de alta da taxa de juros básica dos Estados Unidos e à turbulência financeira na China (IEDI, 2015a) – a crise econômica e política doméstica e seus reflexos adversos sobre a classificação de risco de crédito do país e o apetite por risco dos investidores globais

também contribuíram para a redução do fluxo líquido de capitais externos entre o país e o exterior (IIF, 2015). A forte queda desse fluxo decorreu da deterioração das três subcontas da conta financeira. O ingresso líquido de investimento direto recuou 13%, do investimento em carteira 46,7% e os outros investimentos passaram de um superávit de US\$ 4,2 bilhões para um déficit de US\$ 20,5 bilhões.

Tabela 2 – Conta Financeira*, Brasil – 2014-2015 (US\$ milhões)

	2014	2015	Var.(%)
Total	-101.356	-56.692	-44,1
Investimento Direto	70.812	61.576	-13,0
Investimento direto no exterior (ativo)	-26.042	-13.498	-48,2
Participação no capital	-25.330	-14.337	-43,4
Operações intercompanhia	-712	839	n.d
Investimento direto no país (passivo)	96.855	75.075	-22,5
Participação no capital	57.877	56.421	-2,5
Operações intercompanhia	38.977	18.653	-52,1
Investimento em Carteira	38.710	20.647	-46,7
Investimento em carteira (ativo)	-2.818	2.148	n.d
Investimento em carteira (passivo)	41.527	18.500	-55,5
Títulos de renda fixa	29.754	8.469	-71,5
Ações	10.873	6.528	-40,0
Fundos de investimento	900	3.502	289,2
Outros Investimentos	4.235	-20.513	n.d
Moedas e depósitos	18.966	-18.270	n.d
Créditos comerciais e adiantamentos	19.307	-4.862	n.d
Derivativos	-1.569	-3.450	119,9

Fonte: elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil (2016). * Sinal positivo/negativo = captação/concessão líquida de recursos externos.

O principal determinante da deterioração do resultado da conta financeira foi a redução de 37% do ingresso líquido de capitais no país, de US\$ 188,3 bilhões para US\$ 119,2 bilhões (praticamente o mesmo resultado de 2013 na série antiga). Nesse caso, os três itens também recuaram, mas a maior retração (55,5%) foi registrada pelo investimento em carteira no país, seguido pelos outros investimentos (49%) e pelo investimento direto no país (IDP). Todavia, a despeito da queda de 22% nesses investimentos, estes somaram US\$ 75,1 bi (4,2% do PIB) e cobriram a totalidade do déficit em conta corrente em 2015. Além disso, sua composição também melhorou: houve um aumento da participação no capital para 75% do total (ante 60% em 2014).

Contribuiu decisivamente para esse resultado do IDP o desempenho registrado em dezembro, que somou US\$ 15,2 bilhões, acima das projeções do mercado e do BCB (US\$ 6,1 bilhões). A participação no capital respondeu por 86% do total, um percentual bastante elevado. Parte importante desse resultado decorreu do ingresso de recursos no setor de eletricidade, gás e outras utilidades (US\$ 2 bilhões), associado ao leilão das hidrelétricas.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo analisou as características do ajuste do balanço de pagamentos em 2015. Procurou-se evidenciar que aquele se deu a partir da interação entre determinantes externos – os desdobramentos do quadro da “grande recessão” – e domésticos – a “grande reversão” no desempenho da economia brasileira – e fatores

estruturais, quais sejam: mudanças na composição setorial da produção e do comércio internacional.

Ademais, ao compararmos o padrão atual de correção nos déficits em transações correntes como o período do início dos anos 2000, constatou-se que a diferença de intensidade do ajuste externo em 2002 e 2015, a despeito da vigência do mesmo regime de câmbio flutuante, pode ser explicada pelos seguintes fatores: (i) no plano externo, a situação macroeconômica internacional foi relativamente semelhante, caracterizada pela desaceleração do crescimento e pela evolução adversa dos preços das *commodities*; (ii) no plano doméstico, a depreciação cambial de 2001/2002 foi mais expressiva do que em 2014/2015, ao passo que a queda no nível corrente de atividades foi mais acentuada.

Em síntese, fatores conjunturais, externos e internos, são insuficientes para explicar o ajuste relativamente mais suave ocorrido em 2015. Fatores de natureza estrutural parecem explicar a queda do indicador TC/PIB no período recente, dentre os quais se destaca a perda de densidade da cadeia industrial doméstica, que tornou as pautas exportadora e importadora ainda mais assimétricas.

BIBLIOGRAFIA

BACHA, E.; BOLLE, M. B. O Futuro da Indústria no Brasil: desindustrialização em debate. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2015). 6ª edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional (BPM6).

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2016). SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais - 2.1, Módulo público. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTeLaLocalizarSeries>, acesso em fevereiro de 2016.

BELLUZZO, L. G. M.; ALMEIDA, J. G. Depois da Queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Civilização Brasileiras, 2002.

BICHARA, J. S. et al. Business cycle convergence and trade: Brazil and China in a changing world. J ECON POLICY REFORM, p. 1-26, 2015.

BIS (2014). *84th Annual Report*. Basle: Bank for International Settlements.

BIS (2015). *85th Annual Report*. Basle: Bank for International Settlements.

BLANCHARD, O. et al. (Editors) (2016). Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy. MIT Press.

BONELLI, R.; VELOSO, F. (orgs.). A Crise de Crescimento do Brasil. Elsevier: FGV/IBRE, 2016

BORIO, C. The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? BIS Working Papers, No 395, December 2012. Basle, BIS, 2012.

BORIO, C.; FURFINE, C.; LOWE, P. (2001). Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options. *BIS Papers* n. 1, March. Basle: Bank for International Settlements.

BORIO, C.; ZABAI, A. (2016). Unconventional monetary policies: a re-appraisal. BIS Working Papers No 570, July. Basle: Bank for International Settlements.

CARNEIRO, R. O Desenvolvimento em Crise: a economia brasileira no último quarto do século XX. Editora da Unesp, 2002.

CYNAMON, B. Z.; FAZZARI, S; SETTERFIELD, M. (Editors). After the Great Recession: The Struggle for Economic Recovery and Growth. Cambridge University Press, 2013.

ECLAC (2016). Economic Survey of Latin America and the Caribbean 2016. Washington, DC. Economic Commission for Latin America and the Caribbean.

IEDI (2015a). Carta IEDI n. 700 – A Perda do Grau de Investimento e a Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial.

IEDI (2015b). Carta IEDI n. 706 – Manufaturas: O Brasil Está Se Tornando Um Exportador Marginal. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial.

IEDI (2016). Carta IEDI n. 726 – A Indústria em Fevereiro de 2016: Retorno ao Declínio São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial;

IIF (2015) [Capital Flows to Emerging Markets](#), Institute of International Finance.

IMF (2015). Regional Economic Outlook, Western Hemisphere, April. Washington, DC: International Monetary Fund.

IMF (2016). World Economic Outlook, April. Washington, DC: International Monetary Fund.

JUSELIUS, M. et al. (2016). Monetary policy, the financial cycle and ultra-low interest rates. BIS Working Papers No 569, July. Basle: Bank for International Settlements.

LÉLIS, M. T. C. *et al.* Determinantes macroeconômicos dos investimentos no Brasil: um estudo para o período 1996-2012. Revista de Economia Contemporânea, v. 19, p. 203-234, 2015.

MONSUETO, S. E. et al. Occupational mobility and income differentials: The experience of Brazil between 2002 and 2010. CEPAL Review, v. 113, p. 139-155, 2014.

NASSIF, A. As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira. Revista de Economia Política, vol. 35, nº 3 (140), pp. 426-443, julho-setembro/2015.

PALMA, J. G. Was Brazil's recent growth acceleration the world's most overrated boom? Cambridge Working Papers in Economics, N. 1248. University of Cambridge, 2012. (<http://www.econ.cam.ac.uk/faculty/palma/research.htm>)

PEREIRA, A. W.; MATTEI, L. (Editors, 2016). The Brazilian Economy Today. Palgrave MacMillan.

PRATES, D. M. (2015). O Regime de Câmbio Flutuante no Brasil, 1999 - 2012: especificidades e dilemas. Brasília: Instituto de Pesquisa Aplicada.

UNCTAD (2015). *Trade and Development Report 2015*. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.