

Evolução dos Indicadores de Sustentabilidade Externa – Atualização

12 de agosto de 2008

A melhora dos indicadores de sustentabilidade externa do Brasil, ocorrida nos últimos anos e ainda em curso, é decorrência, dentre outros fatores, de alterações estruturais na Posição Internacional de Investimentos (PII) do país, com expressivo aumento dos ativos externos e modificações na composição do passivo. Este Focus visa atualizar e complementar a análise efetuada no relatório de 21 de fevereiro sobre o mesmo tema, apresentando o desempenho mais recente dos indicadores, a conjuntura de retorno a déficit nas transações correntes e a comparação internacional com países de mesmo nível de risco soberano.

Em 2008, o Brasil deve voltar a registrar déficit em suas transações correntes com o exterior, após cinco anos seguidos de superávits, que constituíram fato inédito na história econômica nacional. O retorno do país à condição de importador de poupança externa tem-se dado em ambiente de ingressos líquidos de recursos estrangeiros, principalmente investimentos estrangeiros diretos (IED), mas também investimentos estrangeiros em carteira, nomeadamente em títulos de renda fixa e em ações, ambos negociados no país, e créditos comerciais e empréstimos diretos de médio e longo prazo. Esses ingressos líquidos têm proporcionado a manutenção do superávit do mercado de câmbio e a continuidade da política de fortalecimento das reservas internacionais do país.

Nesse cenário, a análise da evolução recente dos indicadores de sustentabilidade externa demonstra a ausência de alterações significativas no cenário geral de solidez da posição externa da economia brasileira.

Além da apresentação dos resultados mais recentes para os indicadores de sustentabilidade externa, este Focus analisa o desempenho das transações correntes do balanço de pagamentos, colocando-o em perspectiva histórica. O resultado das transações correntes brasileiras é também comparado ao de outros países, todos com notas de classificação de risco semelhante, evidenciando a moderada magnitude desse déficit quando apresentado em proporção ao Produto. Adicionalmente, este Focus analisa a composição dos passivos externos que compõem a PII brasileira, sua evolução recente e suas implicações para a evolução do resultado de transações correntes e dos indicadores de sustentabilidade externa.

Indicadores de sustentabilidade externa

A continuidade da melhora dos indicadores de sustentabilidade externa da economia brasileira pode ser observada na Tabela 1. As dinâmicas positivas da receita de exportações e do PIB, associadas à redução das amortizações e estabilidade das despesas brutas de juros têm permitido que a remuneração do passivo sob a forma de dívida externa venha se tornando menor relativamente à geração de receita externa ou ao tamanho da economia brasileira.

A dívida externa, tanto em termos brutos quanto líquidos, isto é, deduzida dos ativos, considerada como proporção do Produto ou da receita de exportações, também apresentou significativa redução, movimento intensificado nos anos recentes.

Desde 2006, o nível das reservas internacionais tem batido recordes sucessivos. Desse modo, a evolução dos indicadores que medem a capacidade desses haveres cobrirem os pagamentos da dívida, incluindo compromissos originalmente contratados no médio e longo prazo, mas vencidos em horizonte de 12 meses, ou apenas o serviço de médio e longo prazo, cresceu de forma acelerada. Para junho de 2008, estima-se que as reservas internacionais sejam suficientes para superar em mais de três vezes o valor equivalente às amortizações totais da dívida, pública e privada, vencidas nos próximos 12 meses, ou, em outra perspectiva, valor equivalente ao serviço total da dívida vencendo nos próximos 76 meses.

Tabela 1
Indicadores de vulnerabilidade externa^{1/}

	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 ^{2/}
Serviço da dívida ^{3/} / exportações de bens (%)	65,1	44,5	88,3	84,9	82,7	72,5	53,7	55,8	41,3	32,4	22,5
Serviço da dívida ^{3/} / PIB (%)	4,4	2,7	7,6	8,9	9,9	9,6	7,8	7,5	5,3	4,0	2,9
Juros / exportações de bens (%)	34,1	21,6	29,0	28,0	23,6	19,4	14,8	12,2	10,8	9,5	8,7
Dívida total / PIB (%)	26,3	19,9	33,6	37,9	41,8	38,8	30,3	19,2	16,1	14,7	15,0
Dívida total líquida / PIB (%)	22,3	11,2	26,5	29,4	32,7	27,3	20,4	11,5	7,0	- 0,9	- 1,5
Dívida total / exportações de bens (razão)	3,9	3,3	3,9	3,6	3,5	2,9	2,1	1,4	1,3	1,2	1,2
Reservas / dívida de curto prazo (por vencimento residual) ^{4/}	...	123,4	60,4	66,7	64,6	82,9	99,3	133,4	211,7	289,9	326,5
Reservas / serviço da dívida (razão)	0,5	2,5	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	0,8	1,5	3,5	5,0

1/ Os fluxos utilizados nos cálculos estão acumulados em 12 meses.

2/ Dados estimados para o mês de junho.

3/ Exclui amortizações e despesas de juros relativos a intercompanhias.

4/ Inclui as amortizações da dívida de médio e longo prazos que vencem nos próximos 360 dias.

Na situação atual, para qualquer dos indicadores acima considerados, é evidente a melhora em relação à situação do período 1990-2002. O serviço da dívida, que atualmente limita-se a 22,5% da receita de exportações, representava 126,5% em 1999, com valor médio de 68,9% no período de 1990 a 2002. Em relação ao PIB, o serviço da dívida externa, que hoje equivale a 2,9%, fora de 10,4% em 1999, tendo sido, em média, 5,6% nos treze anos de 1990 a 2002.

A dívida externa total, que já significou 41,8% do PIB, em 2002, e que alcançou 29,9% na média dos anos analisados, atualmente encontra-se estável em 15%. A dívida externa total líquida apresentou trajetória ainda mais favorável, passando de 32,7% do PIB, em 2002, para a posição credora de 1,5% do PIB em junho de 2008.

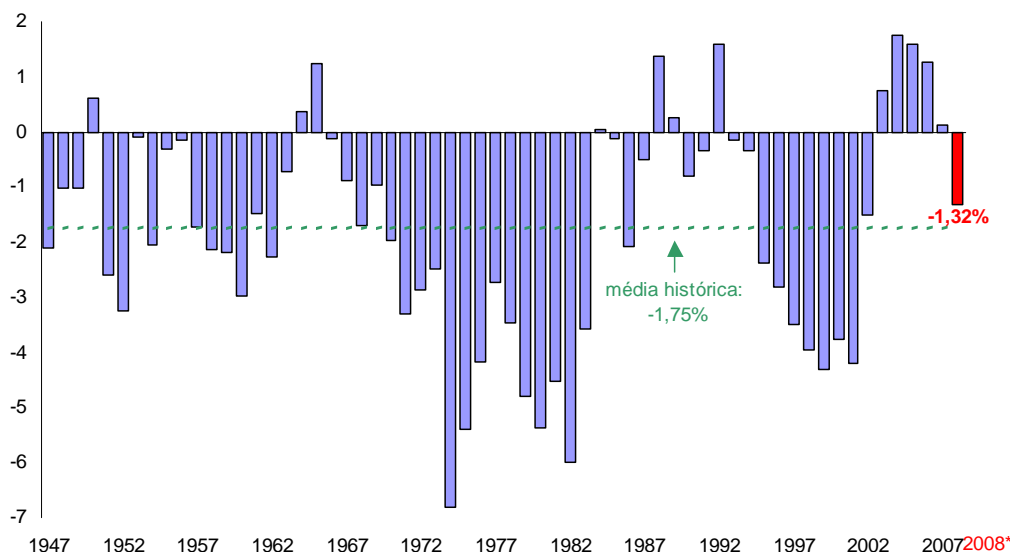
As reservas internacionais chegaram a cobrir pouco mais da metade das amortizações da dívida vincendas em 12 meses, em 1999, e 77,5% desse serviço na média entre 1995, ano em que se inicia a série, e 2002. Atualmente, o ativo externo da Autoridade Monetária representa 326,5% do serviço da dívida exigível no curto prazo. Esse mesmo estoque de reservas internacionais, inferior ao serviço da dívida nos anos de 1999 a 2003, é hoje cinco vezes maior. Em resumo, todas as comparações utilizando os indicadores de sustentabilidade externa apontam hoje para maior solidez das contas externas do país, na comparação com a década anterior.

Déficits em transações correntes

Em 2008, o resultado em transações correntes, acumulado nos 12 meses até junho, registrou déficit de US\$18,1 bilhões, equivalendo a 1,32% do PIB, após os consecutivos superávits obtidos desde 2002. A análise adequada desse resultado deve considerar sua magnitude, seus impactos sobre a sustentabilidade das contas externas, bem como o processo de seu financiamento.

Em termos históricos, a média do saldo em transações correntes atingiu -1,75% do PIB, de 1947 a 2007.

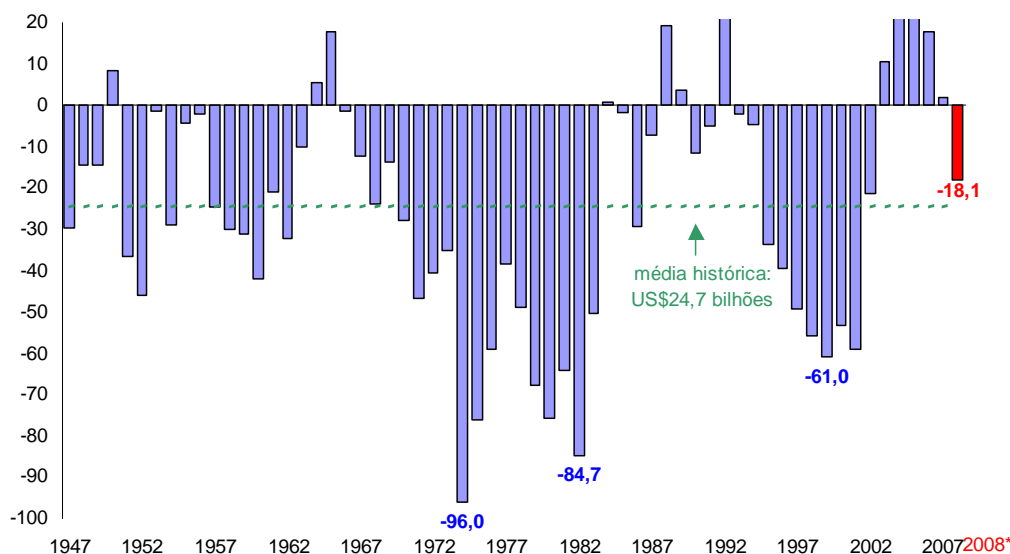
Gráfico 1
Saldo em conta corrente como proporção do PIB
(%)



* acumulado em 12 meses até junho

Uma maneira de traduzir esses resultados para as dimensões atuais da economia brasileira é utilizar os percentuais do Gráfico 1 e aplicá-los ao PIB estimado para 2008, US\$1,4 trilhão (Gráfico 2). Tal procedimento permite relativizar a magnitude do déficit atual em perspectiva histórica. Nessa estatística, a média histórica do período, -1,75% do PIB, equivaleria a déficit, em relação ao PIB corrente, de cerca de US\$25 bilhões, enquanto o déficit registrado em 1999 atingiria US\$61 bilhões.

Gráfico 2
Saldo em conta corrente - PIB de 2008
(US\$ bilhões)



* acumulado em 12 meses até junho

Já a amostra da Tabela 2 considerou economias emergentes que apresentaram no mínimo a mesma classificação de grau de investimento obtida pelo Brasil, e até dois graus acima. Dos dez países, cinco apresentam déficits em conta corrente, como proporção do PIB, superiores ao 1,3% registrado pelo Brasil, que se posiciona na mediana da distribuição. A média aritmética da amostra, sem ponderação pelo tamanho de cada economia, é de -2,4%, déficit superior ao observado para a economia brasileira atualmente. Note-se que a média, excluindo-se a Rússia, país que é grande exportador de petróleo e correlatos, alcança -3,3%.

Tabela 2
Saldo em transações correntes de economias emergentes selecionadas

País	Classificação de risco Standard&Poor's	Saldo em transações correntes US\$ milhões	Saldo em transações correntes / PIB %
África do Sul ^{1/}	BBB+	-22.465	-8,8
Croácia ^{2/}	BBB	-4.437	-8,6
Romênia ^{2/}	BBB-	-14.400	-8,5
Hungria ^{1/}	BBB+	-5.085	-3,5
Índia ^{1/}	BBB-	-17.403	-1,5
Brasil ^{3/}	BBB-	-18.103	-1,3
Peru ^{4/}	BBB-	-1.549	-1,1
México ^{1/}	BBB+	-4.765	-0,1
Tailândia ^{2/}	BBB+	8.619	3,6
Rússia ^{2/}	BBB+	76.163	5,9
Média			-2,4

1/ Quatro trimestres encerrados no primeiro trimestre de 2008.

2/ Dado para 2007.

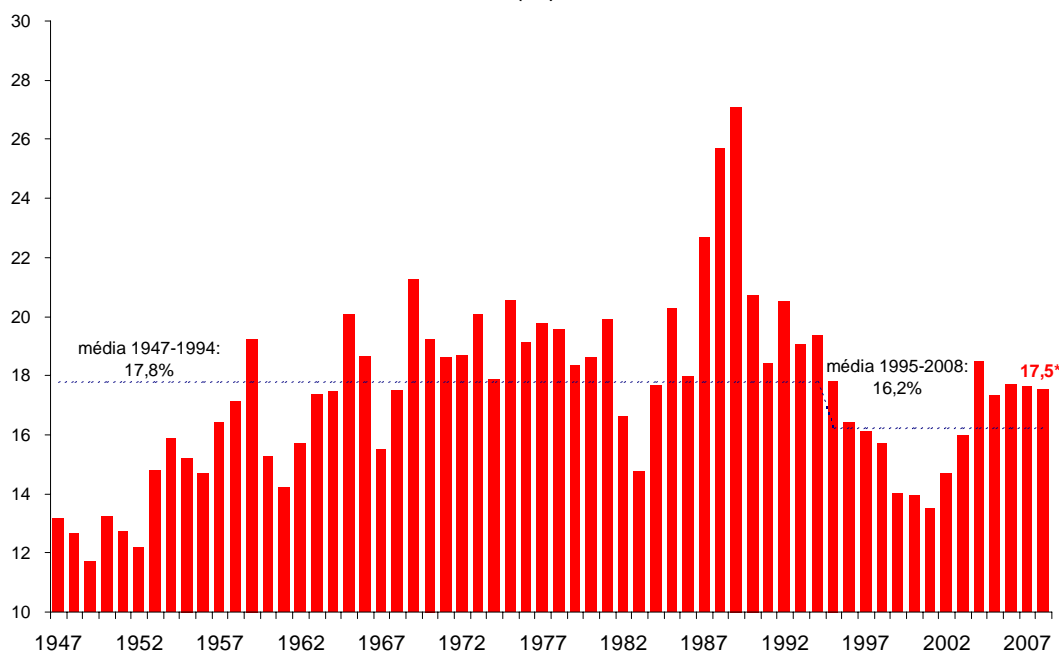
3/ Quatro trimestres encerrados no segundo trimestre de 2008.

4/ Projeção do Banco central do Peru para 2008.

Adicionalmente, para analisar o resultado em transações correntes, é importante observar o que ocorre com a poupança nacional. Se déficits em transações correntes são acompanhados de redução na poupança nacional bruta, pode-se avaliar que o quadro é de maior dificuldade, pois esses déficits estariam financiando, em especial, o consumo, com custos elevados para o futuro. Esse foi o caso dos déficits ocorridos no período até 2002. Na atual conjuntura, o déficit tem sido acompanhado por estabilidade da poupança nacional, conforme o Gráfico 3. De acordo com essas estatísticas, o ritmo de crescimento da renda vem sendo semelhante ao de crescimento do consumo, e a expansão do investimento para o crescimento sustentado é financiada principalmente pelo resto do mundo, por meio de déficits em transações correntes. Na ausência de uma elevação da poupança nacional, ou

seja, crescimento da renda superior ao crescimento do consumo, a utilização da poupança externa vem permitindo maior dinamismo dos investimentos.

Gráfico 3
Poupança Nacional como proporção do PIB
(%)



Fonte: IBGE

*acumulado em 4 trimestres até o 1º de 2008.

Posição Internacional de Investimento (PII)

A análise da evolução da PII é essencial para avaliar a sustentabilidade do balanço de pagamentos. A Tabela 3 apresenta versão resumida da PII, com os principais componentes dos estoques de ativos e passivos de residentes no Brasil contra residentes no exterior.

A PII sofreu modificações importantes nos últimos anos, destacando-se o processo de internacionalização das empresas brasileiras, consubstanciado na elevação dos investimentos diretos no exterior e no fortalecimento da posição financeira do Estado, evidenciado pelo crescimento das reservas internacionais. Relativamente aos passivos externos, observa-se redução de participação dos instrumentos de dívida externa nesse total, acompanhada de utilização crescente do IED e do investimento em carteira, especialmente na modalidade ações, como formas de financiamento do balanço de pagamentos.

Tabela 3
Posição Internacional de Investimento

US\$ bilhões

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Posição internacional de investimento (A-B)	- 265	- 231	- 272	- 298	- 331	- 384	- 574
Ativo (A)	107	113	134	149	168	239	365
Investimento direto brasileiro no exterior	50	54	55	69	79	114	130
Investimentos em carteira	6	6	7	9	11	14	15
Outros investimentos e derivativos	15	15	23	17	24	25	39
Ativos de reservas	36	38	49	53	54	86	180
Passivo (B)	372	343	407	446	499	623	939
Investimento estrangeiro direto	122	101	133	161	196	236	328
Participação no capital	106	84	112	142	177	209	281
Empréstimos intercompanhia	16	17	20	19	19	27	47
Investimentos em carteira	152	137	166	185	233	304	510
Investimentos em ações	37	27	53	77	126	192	364
No país	13	8	18	27	50	83	166
No exterior	24	19	35	50	75	109	198
Títulos de renda fixa	115	110	113	107	107	112	146
No país	2	2	3	3	5	18	47
No exterior	113	108	110	105	102	94	99
Outros investimentos e derivativos	98	105	108	100	71	84	101
PIB	554	504	554	664	882	1 072	1 314
Memo:							
Dívida externa total	210	211	215	201	169	173	193
Dívida externa total / Passivo (%)	56,4	61,4	52,8	45,1	33,9	27,7	20,6
Dívida externa total / PIB (%)	37,9	41,8	38,8	30,3	19,2	16,1	14,7

Essas modificações estão refletidas no novo perfil observado na conta de rendas nas transações correntes, com redução das despesas líquidas de juros e aceleração das remessas de lucros e dividendos. As reservas internacionais, que passaram de US\$36 bilhões, em 2001, para US\$54 bilhões, em 2005, e, finalmente, US\$180 bilhões ao final de 2007, proporcionam incremento das receitas de juros. No que se refere, especificamente, ao setor público, a conta de juros apresentou resultado líquido positivo de US\$204 milhões, em 2007. Ao mesmo tempo, o estoque de endividamento externo manteve relativa estabilidade em termos absolutos, reduzindo, porém, de maneira significativa, sua participação relativa no passivo, de 61,4% desse total, em 2002, para 20,6% em 2007.

A alteração na trajetória da conta de juros tem sido acompanhada do crescimento das remessas de lucros e dividendos, fundamentalmente em resposta ao conjunto de passivos que ganha espaço em substituição à dívida externa. O estoque de IED passou de US\$101 bilhões, em 2001, para US\$328 bilhões, em 2007, elevando também a exigência de sua remuneração. Além dos lucros e dividendos relativos ao IED, aqueles incidentes sobre investimentos em carteira também subiram, acompanhando o movimento do estoque. Os investimentos em ações foram praticamente multiplicados por dez no período, atingindo US\$364 bilhões, e constituindo-se no item mais representativo do passivo em 2007.

O novo perfil de financiamento de déficits em transações correntes ou acumulação de reservas, observado a partir da nova estrutura da PII, traz implicações para avaliações de risco e solidez das contas externas. O financiamento sob a forma de dívida externa se traduz em compromissos cuja data de exigência é definida, e seu custo está diretamente atrelado às taxas de juros internacionais. Já o financiamento a partir de passivos como IED e investimento em carteira, na modalidade ações, tem seu custo diretamente ligado ao desempenho da atividade doméstica e dos ciclos econômicos internos. No médio prazo, espera-se que quanto mais positivo o cenário interno, maior a remuneração desses passivos.

O IED, notadamente, é investimento de perfil mais longo. Nesse sentido, o capital sob a forma de IED é alternativa saudável de financiamento, e tem garantido ingressos líquidos superiores às remessas de lucros e dividendos, e capazes de financiar integralmente os déficits em transações correntes.

Em relação ao passivo externo sob a forma de ações, boa parte do crescimento do estoque refere-se à valorização por meio de ganhos de preço, refletindo a percepção das boas condições econômicas das empresas brasileiras. Em valores nominais, e em moeda nacional, o Ibovespa subiu 467% entre o final de 2002 e o final de 2007, enquanto, em dólares, a variação alcançou 1031%. Note-se que o valor em dólares do investimento em ações no país tende a subir em conjunturas favoráveis e cair em momentos menos favoráveis.

O crescimento do passivo externo brasileiro reflete, indubitavelmente, a melhoria dos fundamentos macroeconômicos do país. A perspectiva, e posterior efetivação, da obtenção do grau de

investimento consolida essa visão e eleva a demanda por ativos emitidos por brasileiros, contribuindo para a elevação de seus preços.

É relevante observar também que, no caso de ações de empresas brasileiras negociadas em bolsas fora do País, a única possibilidade de que o passivo se transforme em demanda por moeda estrangeira no mercado de câmbio brasileiro seria o fechamento de capital, no qual a empresa brasileira emissora recompraria seus papéis em mercado secundário. Excetuado esse caso, o estoque de US\$198 bilhões de ações listadas em bolsas de valores do exterior, em 2007, superior inclusive ao estoque de investimentos estrangeiros em ações na Bovespa, permanece gerando despesas na conta de rendas do balanço de pagamentos, mas não representa potencial direto de demanda por moeda estrangeira no mercado de câmbio brasileiro.