

Ribeiro, Fernando José da S. P.

Working Paper

Reavaliando a vulnerabilidade externa da economia brasileira

Texto para Discussão, No. 2247

Provided in Cooperation with:

Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

Suggested Citation: Ribeiro, Fernando José da S. P. (2016) : Reavaliando a vulnerabilidade externa da economia brasileira, Texto para Discussão, No. 2247, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/177463>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

2247

TEXTO PARA DISCUSSÃO

REAVALIANDO A VULNERABILIDADE EXTERNA DA ECONOMIA BRASILEIRA

Fernando José da S. P. Ribeiro



REAVALIANDO A VULNERABILIDADE EXTERNA DA ECONOMIA BRASILEIRA¹

Fernando José da S. P. Ribeiro ²

1. O autor agradece os comentários e as sugestões de Marcelo José Braga Nonnenberg e Estêvão Kopschitz Xavier Bastos.

2. Técnico de planejamento e pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

Governo Federal

Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão

Ministro interino Dyogo Henrique de Oliveira

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente

Ernesto Lozardo

Diretor de Desenvolvimento Institucional, Substituto

Carlos Roberto Paiva da Silva

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia

João Alberto De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

Claudio Hamilton Matos dos Santos

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Alexandre Xavier Ywata de Carvalho

Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Fernanda De Negri

Diretora de Estudos e Políticas Sociais

Lenita Maria Turchi

Diretora de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Alice Pessoa de Abreu

Chefe de Gabinete

Márcio Simão

Assessora-chefe de Imprensa e Comunicação

Regina Alvarez

Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2016

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1. Brasil. 2. Aspectos Econômicos. 3. Aspectos Sociais.
I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

APRESENTAÇÃO

1 INTRODUÇÃO	7
2 PERSPECTIVA HISTÓRICA	9
3 REVISÃO DA LITERATURA	19
4 INDICADORES.....	27
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	42
REFERÊNCIAS	45
BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR.....	47

SINOPSE

O objetivo deste trabalho é rediscutir a questão da vulnerabilidade externa da economia brasileira à luz da teoria, das novas condições da economia mundial e das transformações ocorridas na economia brasileira neste século, seja no período de crescimento acelerado (até 2010), seja na fase de desaceleração e crise que o seguiu. A partir de uma digressão sobre o comportamento histórico do saldo em transações correntes e de uma breve revisão da literatura teórica e empírica sobre o tema, o trabalho faz uma avaliação do grau de vulnerabilidade externa do país, por meio de um conjunto de variáveis usualmente utilizadas na literatura como indicadores de vulnerabilidade externa. Ressaltam-se duas conclusões principais. A primeira é de que o país se encontra, hoje, em uma situação razoavelmente confortável com relação à vulnerabilidade externa, especialmente em virtude da acumulação de um grande volume de reservas internacionais e de um perfil mais favorável do financiamento externo. Isso tornou-o menos vulnerável a crises cambiais ou a problemas de financiamento externo no curto prazo. A segunda conclusão é de que não houve avanços no sentido de superar problemas estruturais, de forma a mitigar a vulnerabilidade externa de maneira mais perene. Ou seja, ter condições de controlar os ciclos de expansão e retração do saldo em transações correntes, tornando sua trajetória mais equilibrada e compatível com a sustentação de uma taxa de crescimento razoável do produto interno bruto (PIB) no longo prazo.

Palavras-chave: vulnerabilidade externa; transações correntes; balanço de pagamentos; exportações; passivo externo.

ABSTRACT

This paper aims to reapproach the external vulnerability of the Brazilian economy, based on the theory and considering the new conditions of the world economy and the transformations that characterized the Brazilian economy in this century, in the period of rapid growth (until 2010) as well as in the period of deceleration and crisis that followed. Departing from a digression about the historical behavior of the current account balance and from a brief revision of the theoretical and empirical literature concerning the theme, the paper evaluates the degree of external vulnerability of the country through the analysis of a group of variables usually referred in the literature as external vulnerability

indicators. Two main conclusions are highlighted. First, the country faces, today, a reasonably comfortable situation in terms of external vulnerability, especially due to the accumulation of a huge volume of international reserves and to a more favorable profile of the external financing flows. This made the country less vulnerable to currency crises or to short term problems of external financing. The second conclusion is that there were no advances in overcoming the structural problems with the aim of mitigating the external vulnerability in a more perennial manner, which would mean developing conditions to control the cycles of expansion and contraction of the current account balance, providing a more balanced trajectory and one that were compatible with a reasonable and sustained rate of economic growth in the long term.

Keywords: external vulnerability; current account; balance of payments; exports; external liabilities.

1 INTRODUÇÃO

O *deficit* em transações correntes (TCs) do balanço de pagamentos brasileiro cresceu sobremaneira nos últimos anos, alcançando o pico de 3,9% do produto interno bruto (PIB) em 2014 (4,5%, se for considerada a nova metodologia de apuração do balanço, adotada a partir de 2015),¹ o mais elevado em mais de dez anos. Este quadro traz de volta pertinentes preocupações quanto à sustentabilidade das contas externas brasileiras, tema que havia desaparecido do debate ao longo da década passada, quando o país registrou vários anos consecutivos de *superavit* em TC. Muitos analistas chegaram a sugerir que o país havia finalmente superado um problema crônico, o qual condicionou a trajetória de crescimento da economia desde o século XIX: a chamada vulnerabilidade externa. De fato, o país viveu diversos episódios de aumento do *deficit* externo ao longo da história, que resultaram, via de regra, em crises cambiais com consequências nefastas para o desempenho da economia, como queda do ritmo de crescimento econômico, grandes desvalorizações da taxa de câmbio, aceleração da inflação, aumento do desemprego e redução dos rendimentos reais dos indivíduos.

A redução do *deficit* observada em 2015 para 2,8% do PIB (3,3%, se for considerada a nova metodologia de apuração do balanço) não traz grande alento quando se constata que ela derivou de uma profunda retração da atividade econômica doméstica (queda de 3,8% do PIB) e de forte desvalorização cambial. Na verdade, o que ocorreu em 2015 acaba por ser mais uma prova de que, para evitar um aumento exacerbado do *deficit* em suas TCs com o exterior – e na ausência de um impulso externo significativo, na forma de rápido crescimento do comércio mundial e/ou de aumento dos preços de suas *commodities* de exportação –, o país acaba tendo que sacrificar o crescimento econômico e gerar perdas significativas de sua renda real quando medida em moeda estrangeira.

Nesse sentido, não resta dúvida de que a melhoria das contas externas do país registrada ao longo da primeira década do século XXI derivou de uma combinação benigna de fatores externos, os quais geraram um grande impulso às exportações, entre os quais se destacam: o forte crescimento da economia mundial; o aumento dos preços

1. Neste trabalho serão utilizados os dados de balanço de pagamentos conforme a metodologia antiga, para possibilitar a análise da série histórica longa, visto que a nova metodologia só apresenta informações a partir de 1995.

das *commodities*; e a prevalência de uma taxa de câmbio relativamente desvalorizada nos primeiros anos do período. É possível também acrescentar a este rol os ganhos de eficiência e produtividade que o país obteve a partir da abertura comercial no início dos anos 1990, que atingiram tanto a indústria quanto os setores produtores de bens primários. Adler e Sosa (2013) apontam que este impulso externo beneficiou toda a América Latina, especialmente entre 2003 e 2008, trazendo uma melhoria generalizada das contas externas na região, com consequências positivas também sobre a situação fiscal dos países.

Nos anos recentes, porém, o cenário internacional alterou-se radicalmente. Os problemas surgiram, inicialmente, com a crise financeira internacional de 2008-2009 que eclodiu nos Estados Unidos e espalhou-se rapidamente pelo mundo. Entretanto, a rápida resposta das políticas fiscal e monetária, tanto nos países desenvolvidos quanto nos demais, evitou o pior e permitiu que, em relativamente pouco tempo, a atividade econômica mundial voltasse a mostrar sinais de grande vigor, destacadamente nos países emergentes, inclusive no Brasil. Mas, passados os efeitos mais imediatos dos estímulos, foi tornando-se mais claro que a crise não fora apenas um problema conjuntural, mas denotava dificuldades estruturais que levariam a economia mundial a um período mais longo de baixo crescimento. Entre os problemas estruturais destacam-se: *i*) elevados níveis de endividamento público e privado; *ii*) *deficit* públicos persistentemente elevados, especialmente nos países da Europa; *iii*) desaceleração da economia chinesa, com sinais claros de esgotamento do modelo de crescimento com base em investimentos e exportações, com necessidade de transição para um mais baseado no consumo doméstico; *iv*) quase estagnação do crescimento da produtividade total dos fatores; *v*) forte desaceleração do ritmo de crescimento do comércio mundial, que passou a crescer a taxas iguais ou inferiores às do PIB mundial após várias décadas crescendo a taxas de duas a três vezes superiores (Hoekman, 2015); e *vi*) mudanças demográficas, conduzindo a um lento crescimento da força de trabalho lado a lado com uma crescente pressão sobre os esquemas de seguridade social. Na verdade, o ritmo anêmico e irregular de recuperação da economia mundial após a crise financeira, ocorrida há mais de sete anos, levou diversos especialistas a recuperar a hipótese de “estagnação secular”, entendida como a incapacidade de os instrumentos tradicionais de política fiscal e monetária promoverem uma taxa satisfatória de crescimento do PIB juntamente com pleno emprego e estabilidade financeira.²

2. Nesse sentido, ver Summers (2014).

Em meio a esse novo quadro, e coerentemente com a experiência histórica do país, o Brasil passa hoje por um novo processo de ajuste das contas externas, com redução expressiva do *deficit* em TCs em 2015; o *deficit* caiu em 1 ponto percentual (p.p.) do PIB em relação ao ano anterior, e as previsões do Boletim Focus do Banco Central do Brasil (BCB) indicam redução que pode chegar a 2 p.p em 2016. Diferentemente das experiências prévias, como as do início dos anos 1980 e do final da década de 1990, o ajuste atual está ocorrendo de forma não traumática, sem crise cambial e sem dificuldades para financiar o *deficit* corrente ou mesmo refinarciar as dívidas anteriores. Tal fato, porém, não elimina a preocupação fundamental de reduzir a vulnerabilidade externa de forma mais duradoura, aqui claramente entendida como o rompimento do padrão histórico marcado por ciclos de elevação e reversão dos *deficit* em TCs, e pelos diversos desequilíbrios macroeconômicos a ele associados.

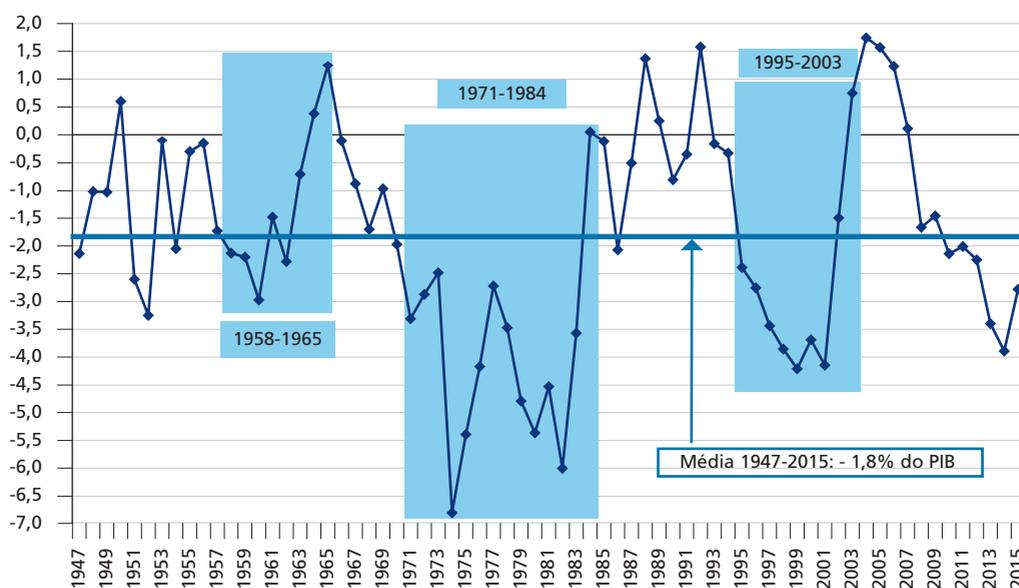
Este trabalho tem como principal objetivo rediscutir a questão da vulnerabilidade externa da economia brasileira à luz da teoria e em vista das novas condições da economia mundial e das transformações ocorridas na economia brasileira neste século, seja no período de crescimento acelerado (até 2010), seja na fase de desaceleração e crise que se seguiu. Para isso, o trabalho divide-se em três seções além desta introdução e das considerações finais. A seção 2 apresenta uma breve análise do comportamento histórico do saldo em TCs do país e de seus principais componentes, bem como de sua relação com o desempenho macroeconômico do país, discussão que serve como pano de fundo e como referência para a análise da situação atual. A seção 3 faz uma breve revisão teórica sobre o tema da vulnerabilidade externa, resumindo os principais conceitos e as ideias abordadas na literatura. A seção 4 dedica-se a uma avaliação empírica do grau de vulnerabilidade externa da economia brasileira a partir da compilação e da análise de diversos indicadores de vulnerabilidade usualmente utilizados na literatura internacional sobre o tema. A seção 5 conclui o trabalho.

2 PERSPECTIVA HISTÓRICA

O gráfico 1 mostra a evolução do saldo em TC nas últimas sete décadas com base nas estatísticas oficiais do BCB. Ao longo deste período, o país registrou um *deficit* médio de 1,8% do PIB, e a inspeção visual sugere que a série apresenta elevada volatilidade, mas não possui tendência definida. Isso significa que saldos em TC muito acima ou abaixo da média histórica não se sustentam por muito tempo: períodos de crescimento

do *deficit* são tipicamente seguidos de reversões, não raro levando o saldo para terreno positivo; e períodos de saldos positivos são seguidos por novos *deficit*. De especial interesse são os períodos em que o saldo fica bem abaixo da média histórica, como, aliás, é o caso do momento atual. É possível identificar ao menos três períodos em que se registraram *deficit* historicamente elevados por alguns anos sequenciais, seguidos por rápidas reversões: de 1958 a 1965; de 1971 a 1984; e de 1995 a 2003.

GRÁFICO 1
Saldo em TCs (1947-2015)
(Em % do PIB)



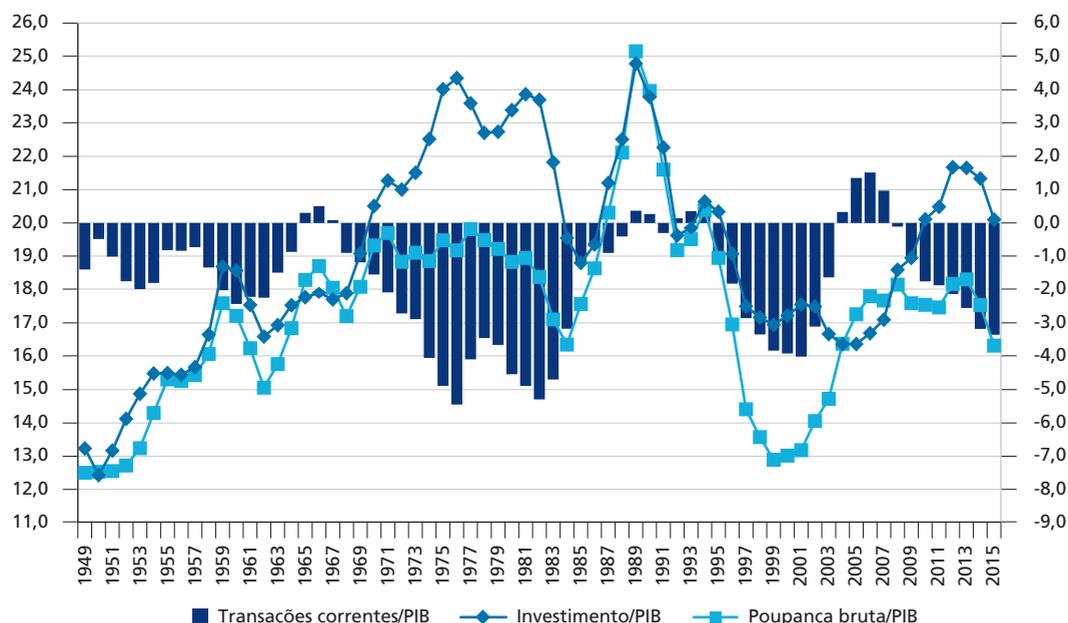
Fonte: BCB.

Obs.: Pela ausência de série histórica longa com base na nova metodologia de 2015, os dados foram calculados segundo a antiga metodologia do balanço de pagamentos (BPM5). Como só havia números da nova metodologia para 2015, o dado apresentado no gráfico foi ajustado para ser comparável ao da antiga.

O padrão deficitário das TCs no Brasil é compatível com uma economia em desenvolvimento que possui taxa de poupança doméstica relativamente baixa e com necessidade de expansão dos investimentos em capital fixo, requisito necessário para alcançar uma taxa de crescimento do produto razoavelmente elevada. Em termos dos grandes agregados macroeconômicos, o saldo em TCs equivale à diferença entre o investimento (no conceito de formação bruta de capital, que inclui variação de estoques) e a poupança (no conceito de poupança nacional bruta), embora não

de forma precisamente igual.³ Nesse sentido, o gráfico 2 apresenta a evolução destas três variáveis desde 1947. Chama atenção o fato de a taxa de poupança ter apresentado grande flutuação ao longo do período considerado, com uma volatilidade tão elevada quanto a observada na taxa de investimento – embora se considere, em geral, que a taxa de poupança deveria ser mais estável, refletindo parâmetros comportamentais, enquanto o investimento seria mais volátil, refletindo a flutuação das expectativas e do “espírito animal” dos empresários.

GRÁFICO 2
Poupança nacional, formação bruta de capital e saldo em TCs (1949-2015)¹
(Em % do PIB)



Fonte: BCB.

Nota: ¹ médias móveis de três anos.

Obs.: Pela ausência de série histórica longa com base na nova metodologia de 2015, os dados foram calculados segundo a antiga metodologia do balanço de pagamentos (BPM5). Como só havia números da nova metodologia para 2015, o dado apresentado no gráfico foi ajustado para ser comparável ao da antiga.

Outro aspecto que se destaca é o fato de a taxa de poupança ser historicamente baixa, ficando quase sempre abaixo de 20% do PIB e praticamente inferior à taxa de

3. Nas contas nacionais, a poupança nacional bruta é calculada a partir da renda nacional bruta, que exclui do PIB a renda líquida enviada ao exterior, equivalente ao saldo da conta de rendas. Além disso, há o fato de que as contas nacionais são medidas e apropriadas em reais, ao passo que as contas externas são medidas e apropriadas diretamente em dólares. Portanto, o saldo em TCs do balanço de pagamentos não é igual à diferença entre poupança e investimento, a não ser por simples coincidência.

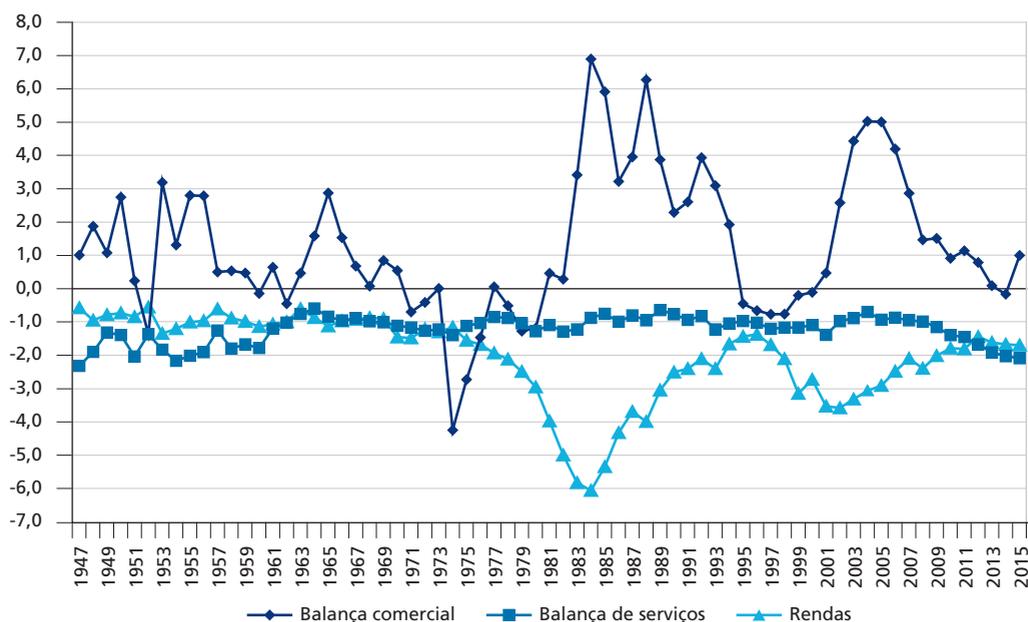
investimento, justificando a ocorrência de *deficit* nas TCs em quase todo o período. Mas há comportamentos distintos em subperíodos específicos. Por exemplo, entre o final da década de 1940 e o final da década de 1960, tanto a taxa de poupança quanto a taxa de investimento mostraram uma trajetória de expressivo crescimento, ambas saindo de um patamar de 12% a 13% para cerca de 18% a 19%. Este período foi marcado por um processo de industrialização que exigiu crescentes investimentos, e por um rápido crescimento do produto e da renda, o qual viabilizou um aumento concomitante da poupança. Já ao longo da década de 1970, a poupança se estabilizou no patamar de 19% a 20%, mas os investimentos cresceram para 23% a 25% do PIB, reflexo dos esforços relacionados ao I e ao II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND). Não por acaso, o resultado foi um forte aumento do *deficit* em TCs para um patamar de até 5% do PIB.

A década de 1980 foi marcada por um recuo do investimento para se ajustar à poupança, uma vez que a crise da dívida do início da década não mais permitia ao país atrair poupança externa. Este padrão manteve-se até meados da década de 1990, sendo digna de nota a elevação tanto da poupança quanto do investimento na virada dos anos 1980 para 1990 – fenômeno que, aparentemente, resultou de uma distorção de preços relativos, por conta da inflação muito elevada, ou ainda de uma elevação da poupança precaucional, em função da grande instabilidade econômica. A partir de 1995, com o país retornando ao mercado de capitais internacional, o *deficit* em TCs voltou a se elevar, mas agora, principalmente, em função da queda da taxa de poupança. Esta queda refletiu, em grande medida, no barateamento dos bens de investimento, em função da abertura comercial, movendo os preços relativos em direção contrária ao que aconteceu no final da década de 1980. Entretanto, é possível que tenha havido também uma substituição de poupança doméstica por externa, de forma que o aumento do *deficit* em TCs não resultou em aumento real do investimento da mesma magnitude.

Após a crise cambial de 1999, a taxa de poupança voltou a subir depois de alcançar patamar semelhante ao registrado nos anos 1950, propiciando a redução do *deficit* em TCs e até mesmo a geração de um pequeno *superavit* em 2004-2007. Neste momento, o investimento retomou uma trajetória de crescimento até chegar próximo de 22% do PIB, ao passo que a taxa de poupança “estacionou” no patamar de 18% do PIB. Isto resultou em novo ciclo de elevação do *deficit* em TCs.

Analisando-se agora o saldo em TC em função do comportamento de seus principais componentes, fica evidente, pelos dados apresentados no gráfico 3, que a flutuação das TCs é determinada primordialmente pelas variações do saldo da balança comercial. Este é positivo na maior parte dos anos, com *superavit* médio de 1,3% do PIB no período analisado. Mas as flutuações são bastante expressivas, havendo períodos de *superavit* extremamente elevados (por exemplo, 7% do PIB em 1984 e 5% do PIB no biênio 2004-2005), seguidos de períodos de redução do saldo que o levam para terreno negativo, como em meados da década de 1970, na segunda metade da década de 1990 e, mais recentemente, em 2014.

GRÁFICO 3
Balança comercial, serviços e rendas (1947-2015)
(Em % do PIB)



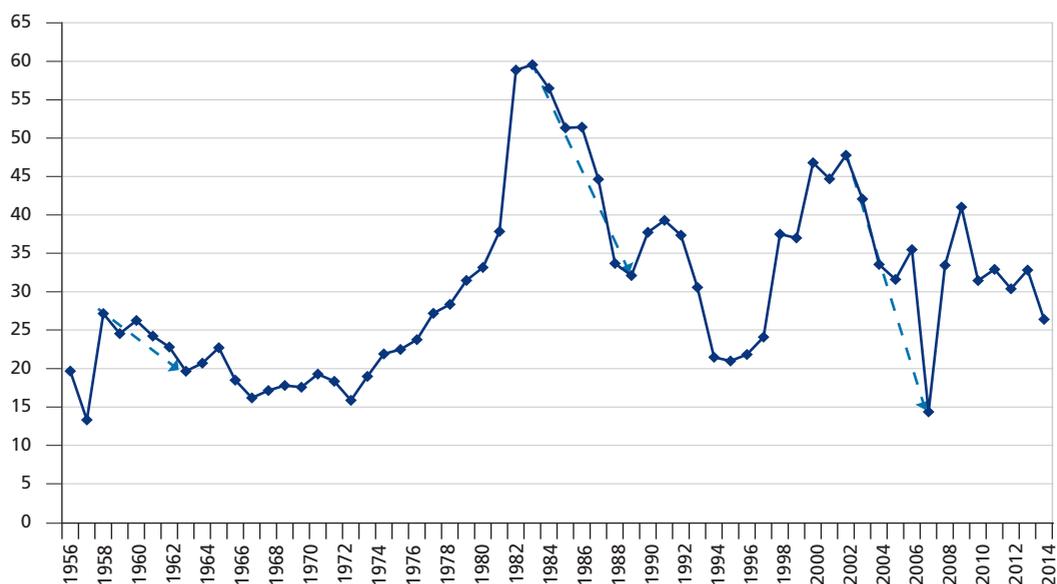
Fonte: BCB.

Obs: Pela ausência de série histórica longa com base na nova metodologia de 2015, os dados foram calculados segundo a antiga metodologia do balanço de pagamentos (BPM5). Como só havia números da nova metodologia para 2015, o dado apresentado no gráfico foi ajustado para ser comparável ao da antiga.

A balança de serviços, ao contrário, registra *deficit* crônicos e volatilidade bem menor que os da balança comercial. Na média do período, o *deficit* foi de 1,2% do PIB, oscilando quase todo o tempo entre 1% e 2% do PIB. A conta de rendas também é cronicamente deficitária, com saldo médio de -2,0% do PIB entre 1947 e 2015. Embora na maior parte dos anos o *deficit* se mantenha em níveis moderados, entre 1% e 2%

do PIB, houve dois momentos em que este cresceu de forma expressiva: no início da década de 1980, quando chegou a alcançar 6% do PIB; e na virada da década de 1990 para 2000, quando se aproximou de 4% do PIB. Ambos os períodos foram antecedidos por uma grande elevação do passivo externo (gráfico 4) e ocorreram na esteira de crises cambiais. Na crise da década de 1980, o aumento do *deficit* de rendas foi mais forte, em virtude de grande parte da dívida estar denominada em juros variáveis, fazendo com que as despesas crescessem rapidamente, em resposta ao aumento das taxas de juros internacionais de finais da década de 1970.⁴

GRÁFICO 4
Passivo externo líquido (PEL) (1956-2014)
(Em % do PIB)



Fonte: BCB.

OBS.: Os dados de 2001 a 2015 são da posição internacional de investimentos líquidos do país; e os de 1956 a 2000 são estimativas do autor com base em dados de dívida externa bruta, estoque de reservas internacionais e estoques e fluxos de investimentos diretos e em carteira.

Ainda que a duração de cada um dos períodos de aumento e reversão do *deficit* em TC identificados no gráfico 1 tenha sido bem diferente, há um aspecto em comum com os do gráfico 3: todos se encerraram com crises cambiais seguidas por anos com saldos em TC bem acima da média – em alguns momentos, apresentam até mesmo saldos

4. A taxa London Interbank Offer Rate (Libor), um dos principais referenciais dos títulos, passou de cerca de 6% ao ano (a.a.), em 1977, para uma média de 14% (a.a.) no período entre 1979 e 1982.

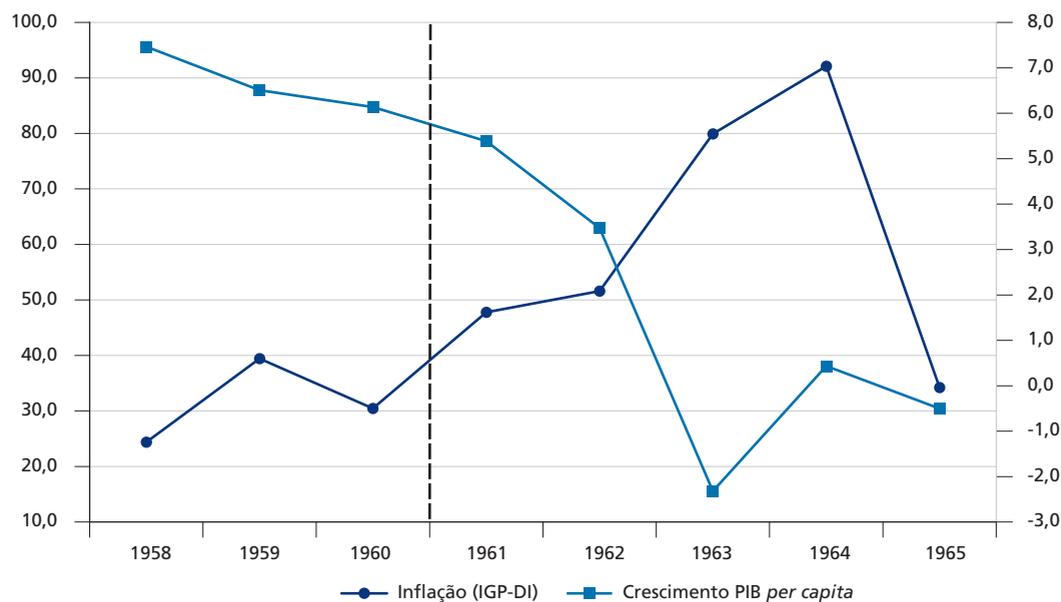
positivos. Isso era necessário não apenas porque as crises cambiais estavam associadas à escassez de financiamento externo, normalmente provocada por fatores exógenos à economia brasileira – que ficava, assim, impossibilitada de sustentar *deficit* –, mas também porque era preciso promover um ajuste relativo ao tamanho do passivo externo, de modo a afastar as preocupações quanto à capacidade de o país honrar este passivo e permitir uma gradual normalização das transações financeiras com o exterior. O gráfico 4 mostra a evolução da dívida externa como proporção do PIB, evidenciando os seus ciclos de aumento durante os anos de *deficit* em TC elevados e sua queda relativamente rápida nos períodos de ajuste posteriores.

Vale atentar que, apesar do novo ciclo de aumento do *deficit* externo registrado de 2008 para cá, não houve aumento significativo do passivo externo – na verdade, como porcentagem do PIB, este permanece bem abaixo dos níveis alcançados no início dos anos 1980 ou no final dos anos 1990. Trata-se de um importante aspecto que diferencia a situação atual dos ciclos anteriores, o qual está relacionado à diferença do perfil do passivo externo acumulado nos últimos anos. Esse aspecto será devidamente explorado na seção 4, que trata dos indicadores de vulnerabilidade.

Os ciclos de elevação e posterior reversão dos *deficit* externos são tipicamente associados a flutuações importantes em outras variáveis macroeconômicas. Isto torna o fenômeno um ponto problemático, uma vez que os períodos de reversão dos *deficit* implicam, via de regra, custos significativos em termos de queda do crescimento do PIB, desvalorização do câmbio real, aumento das taxas de inflação, queda da renda real etc. A análise que se segue busca explorar melhor este ponto, analisando o comportamento das principais variáveis macroeconômicas em cada um dos ciclos.

Durante o período 1958-1965 (gráfico 5), a taxa de crescimento do PIB *per capita* caiu de uma média anual de 6,7%, período em que o *deficit* em TC aumentava (até 1960) para 1,3%, época de sua reversão (1961-1965). Na mesma comparação, a inflação média anual, medida pelo índice geral de preços – disponibilidade interna (IGP-DI), subiu de 30,5% em 1960 para 92,1% em 1964.

GRÁFICO 5
Crescimento do PIB *per capita* e inflação IGP-DI (1958-1965)
(Em %)

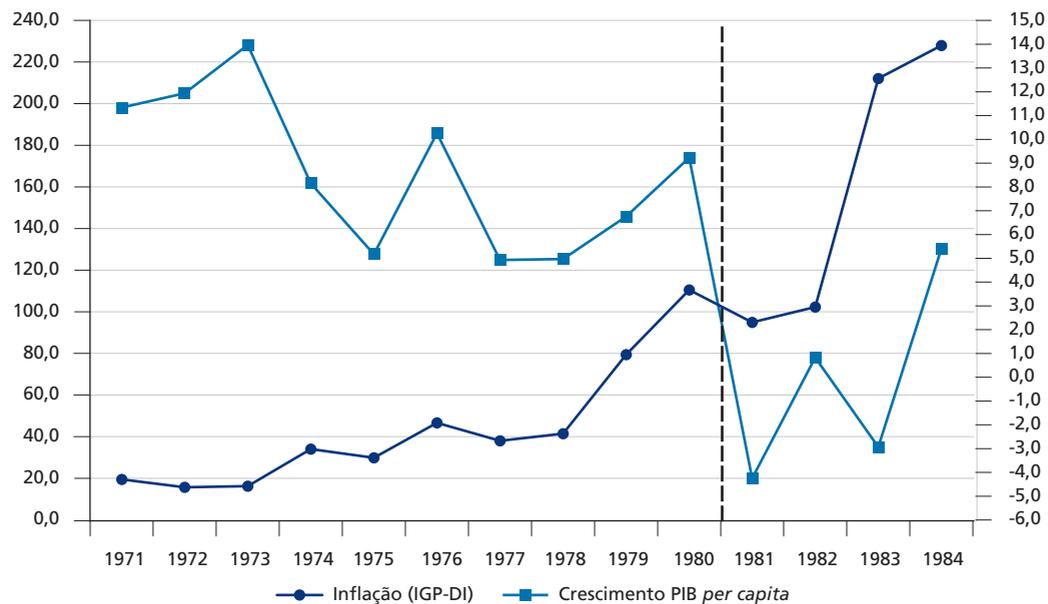


Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e Fundação Getúlio Vargas (FGV).

No período entre 1971-1984 (gráfico 6), o crescimento do PIB *per capita* era de 8,7% a.a. no longo período de aumento do *deficit* externo (até 1980), e a inflação média ficou em 43,2%, com nítida tendência de elevação nos anos finais. Já durante o período de ajuste (1981-1984), o crescimento do PIB *per capita* tornou-se negativo em 0,2% (ainda que com forte recuperação no final), e a inflação saltou para 160%.

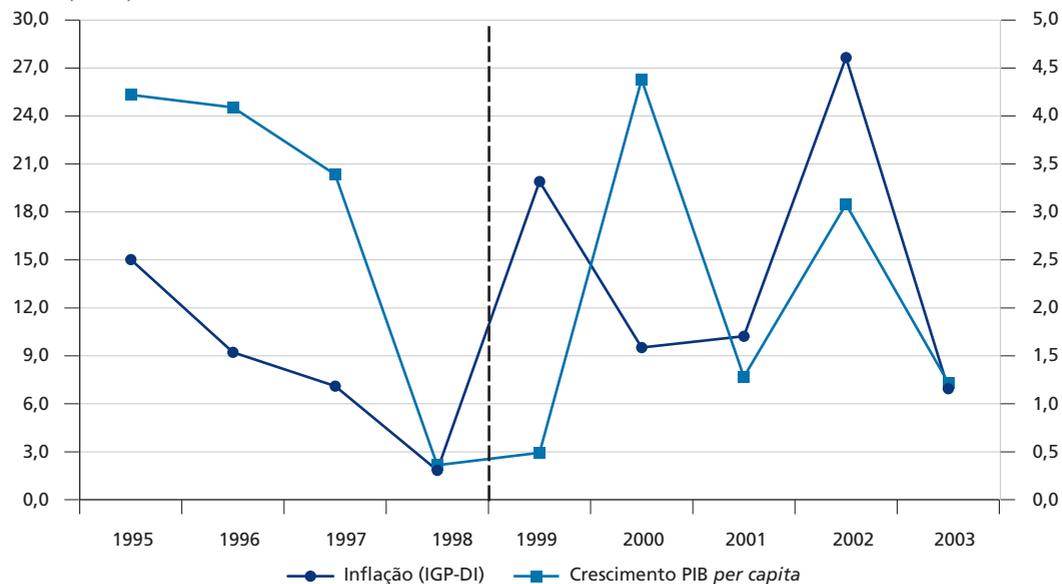
No período 1995-2003 (gráfico 7), a queda no ritmo de crescimento do PIB *per capita* foi relativamente pequena nos períodos 1995-1998 (1,1%) e 1999-2003 (0,3%), mas houve sensível aceleração da inflação, de 8,3% a.a. para 14,9% a.a.

GRÁFICO 6
Crescimento do PIB *per capita* e inflação IGP-DI (1971-1984)
(Em %)



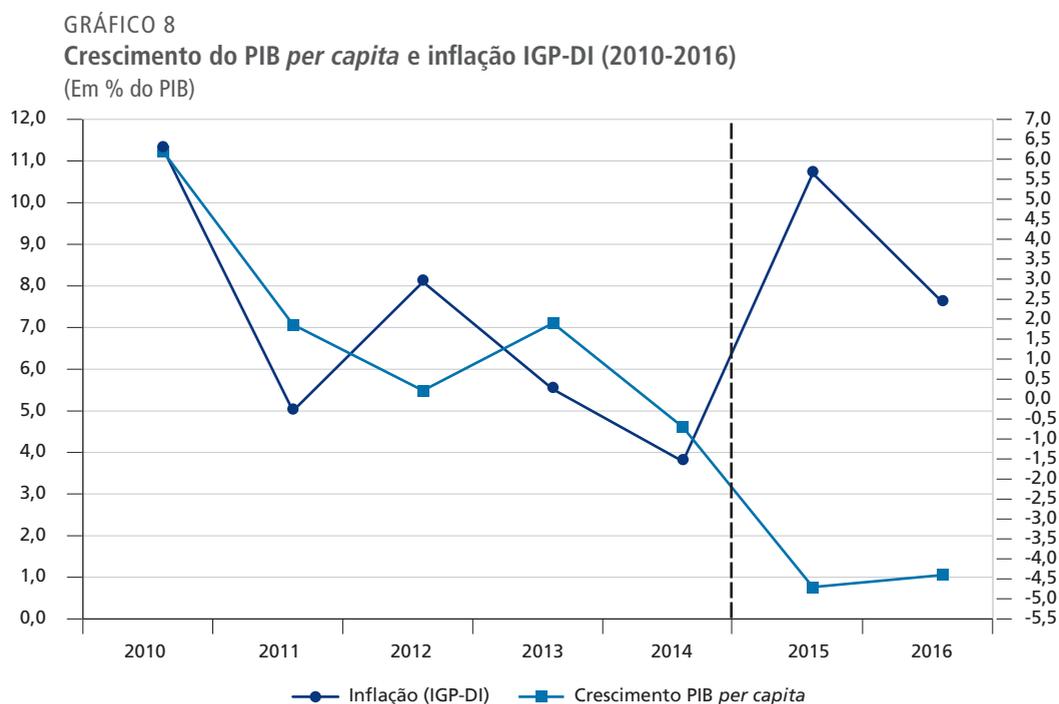
Fonte: IBGE e FGV.

GRÁFICO 7
Crescimento do PIB *per capita* e inflação IGP-DI (1995-2003)
(Em %)



Fonte: IBGE e FGV.

A título de comparação, o gráfico 8 mostra o que aconteceu no recente período de elevação do saldo em TCs (a rigor, iniciado em 2010, quando o *deficit* ultrapassou a média histórica) e na época de reversão, iniciada em 2015. Nele, utilizaram-se informações para 2016 com base nas projeções que constam do *Boletim Focus* do BCB.⁵ O padrão é rigorosamente igual ao dos demais episódios. O crescimento do PIB *per capita*, que fora de 1,9% a.a. entre 2010 e 2014, cai para -4,6% a.a. entre 2015-2016; e a inflação passa de 6,7% a.a. para 9,2% a.a. Na verdade, o ajuste recente destaca-se dos demais pela intensidade da queda do PIB no período de ajuste.⁶



Em suma, a história econômica do Brasil é marcada por ciclos de aumento excessivo do *deficit* em TCs que redundam, geralmente, em ajustes geradores de custos importantes em termos de desequilíbrios macroeconômicos. Estes ciclos estão na origem do problema da vulnerabilidade externa do país. Fica evidente, assim, a

5. Edição de 11 de março de 2016.

6. Em geral, os analistas de conjuntura associam a intensidade da queda mais a restrições do lado da oferta, a problemas na área fiscal e a dificuldades relacionados ao quadro político que ao ajuste externo.

necessidade de avaliar continuamente o grau de vulnerabilidade associado a estes ciclos e, mais importante, entender melhor por que estes ciclos ocorrem e o que poderia ser feito para suavizar ou impedir a sua repetição.

3 REVISÃO DA LITERATURA

A integração de um país à economia mundial, por meio de transações comerciais e financeiras, pode trazer grandes benefícios à sua economia. Além de poder utilizar a demanda externa como alavanca para o crescimento econômico, a integração com o exterior favorece o investimento, dando acesso a bens de capital mais modernos e baratos. Ela traz ganhos de bem-estar aos consumidores, pelo acesso à maior diversidade de bens a preços mais competitivos; induz o progresso tecnológico, por meio do acesso a bens de capital que incorporem inovações de ponta ou pelo próprio esforço de inovação exigido das empresas domésticas, de modo que estas possam ter condições de concorrer com a oferta estrangeira; e permite acesso a fontes de financiamento mais diversificadas e baratas, com impactos positivos sobre a capacidade de investimento do país, entre outros aspectos.

Entretanto, a maior abertura ao exterior também envolve riscos que são particularmente importantes nos países em desenvolvimento. Em geral, nestes países há maior especialização produtiva, fontes de renda menos diversificadas, políticas econômicas mais instáveis, mercados financeiros incompletos e instituições mais frágeis. Além disso, estes países não emitem moedas conversíveis, necessitando, portanto, de moeda estrangeira para efetuar a liquidação das operações externas – caso dos países emergentes e em desenvolvimento, como o Brasil. Sob determinadas circunstâncias, estes países podem se colocar em uma posição vulnerável em relação ao volume de moeda estrangeira necessário para fazer frente às necessidades do sistema econômico, caracterizando uma situação de “vulnerabilidade externa”, termo consagrado na literatura.

A conceituação de vulnerabilidade externa segue duas principais vertentes na literatura. A primeira delas a define como o risco de um sistema econômico sofrer grandes perturbações em função de algum choque de origem externa (Essers, 2013; Caballero, Calderón e Céspedes, 2006; Loayza e Raddatz, 2007), sendo que a principal

perturbação seria a redução do crescimento econômico, envolvendo também outras variáveis, como emprego, inflação, contas públicas etc. Os diversos autores relatam que esta situação seria mais comum em países emergentes, por conta de suas diversas fragilidades estruturais e institucionais, exigindo destes a adoção de um conjunto de medidas preventivas, a exemplo da acumulação de grandes volumes de reservas internacionais ou das restrições à entrada de capitais de curto prazo, formas de aumentar a “blindagem” em relação a choques externos.

Loayza e Raddatz (2007) destacam que países em desenvolvimento estão tipicamente mais sujeitos à volatilidade macroeconômica que os países mais desenvolvidos, e que os choques externos estão frequentemente na raiz desta volatilidade. Os autores observam que as análises mais tradicionais associavam a vulnerabilidade a questões relacionadas ao manejo das políticas monetária, fiscal e cambial, com grande ênfase na análise da eficácia de diferentes regimes cambiais. Posteriormente, diversos estudos passaram a dar maior importância a fatores estruturais como fontes de vulnerabilidade, caso daqueles relacionados à rigidez dos mercados de produtos e de fatores de produção, ao grau de abertura da economia, ao nível de desenvolvimento do sistema financeiro ou ainda ao grau de desenvolvimento das instituições e à sua capacidade de administrar os impactos dos choques externos.

Essers (2013) define um choque externo como um evento inesperado e exógeno, e que está além da capacidade de controle ou mesmo de prevenção por parte dos governos. Podem ser incluídos neste rol: quedas de termos de troca; reduções do nível de liquidez internacional; redução do crescimento da economia mundial; ou ainda choques mais abrangentes e profundos, a exemplo da crise financeira de 2008, entre outros. Ele defende que os efeitos negativos de um choque deste tipo serão tanto maiores quanto maior for o grau de *exposição* do país a estes choques, e quanto menor for o seu nível de *resiliência* para absorvê-los. Em termos mais objetivos, o autor propõe a seguinte fórmula para decompor a vulnerabilidade em três componentes distintos.

$$\text{Vulnerabilidade} = \text{probabilidade de choques} \times (\text{exposição} - \text{resiliência}). \quad (1)$$

Exposição refere-se ao grau ou à extensão que um país pode ser impactado pelos choques externos, e normalmente está relacionada a aspectos estruturais da economia

do país, como tamanho, configuração produtiva e grau de abertura comercial e financeira ao exterior. *Resiliência* refere-se à capacidade de o país contrarrestar os efeitos dos choques, ou à sua habilidade de absorver e se ajustar o mais rapidamente possível às novas condições impostas pelo choque. Este componente relaciona-se diretamente: *i*) às condições financeiras e institucionais do país, como o nível de reservas internacionais de que dispõe, o grau de exposição das empresas em geral e do setor financeiro em especial; *ii*) aos passivos denominados em moeda estrangeira; e *iii*) ao grau de importância dos recursos externos como fonte de financiamento do governo. Essers (2013) afirma que a resiliência está diretamente associada a decisões de política econômica de curto e médio prazos, estando, em muitos casos, ligada a problemas autoinflingidos – como *deficit* público elevado financiado com recursos externos. A exposição, ao contrário, reflete a evolução de longo prazo da estrutura econômica e institucional do país, e, portanto, está menos sujeita a ser afetada, ou controlada, pelo manejo imediato da política econômica.

A segunda vertente de análise sobre o tema – que não se contrapõe à primeira, mas lhe oferece uma perspectiva diferente e complementar – coloca os conceitos de liquidez e solvência externa como foco central de avaliação da vulnerabilidade de um país. Esta abordagem é a priorizada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em seus procedimentos regulares de avaliação das contas externas de cada país (FMI, 2002; 2013) e em outros estudos sobre o tema (Adler e Sosa, 2013; Milesi-Ferretti e Razin, 1996; Kaminsky, Lizondo e Reinhart, 1998; Reisen, 1998), inclusive os que têm como foco a análise de crises cambiais e financeiras. Sinteticamente, um país tem problemas de *liquidez* quando seus ativos externos líquidos e o volume de financiamento externo disponível são insuficientes para fazer frente às necessidades imediatas de pagamento ou rolagem de passivos externos vincendos. Problemas de *solvência*, por sua vez, surgem quando o valor presente descontado dos saldos das transações comerciais com o exterior (de bens e serviços) é menor que o valor presente descontado dos fluxos de remuneração do passivo externo líquido (PEL) – saldo líquido dos fluxos de remessas de lucros e dividendos e de pagamentos de juros –, fazendo com que o passivo externo do país cresça de maneira contínua e explosiva. Portanto, a solvência externa envolve uma avaliação da trajetória intertemporal das diferentes variáveis que afetam as contas externas, com a solvência sendo garantida quando o país respeita sua restrição orçamentária intertemporal.

A vulnerabilidade externa pode estar associada tanto a problemas de liquidez quanto de solvência. A grande diferença está em problemas de liquidez que são tipicamente conjunturais, associados a desequilíbrios na economia mundial (como uma crise financeira ou um aumento dos juros internacionais) ou, ainda, a uma percepção negativa quanto à solvência do país – mesmo que não haja, efetivamente, inconsistência na trajetória das contas externas. Diante disso, ressalta-se a importância de medidas preventivas que garantam a oferta de moeda estrangeira até em situações de restrição externa – a exemplo da acumulação de reservas internacionais ou ainda de acordos internacionais que garantam linhas de crédito contingentes.⁷ Aponta-se também para a necessidade de gerenciar o perfil do passivo externo, evitando-se, por exemplo, um excessivo acúmulo de dívidas de curto prazo.

A questão da solvência, por sua vez, está associada a problemas de ordem mais estrutural, de modo que a reversão de um processo de crescimento do passivo externo pode exigir medidas mais drásticas de ajuste – em geral envolvendo recessão, forte desvalorização cambial e, em casos mais extremos, algum tipo de perdão ou renegociação da dívida externa. Esta questão aponta diretamente para o adequado monitoramento da trajetória do *deficit* em TCs e de seus principais componentes. Edwards (2004) e Milesi-Ferreti e Razin (1996; 2000) enfatizam este aspecto, discutindo até que ponto tais *deficit* são sustentáveis ao longo do tempo, sob quais condições se tornam excessivos e de que maneira são revertidos, bem como os custos deste processo de reversão.

Em termos empíricos, a avaliação da solvência externa de um país parte de uma equação que expressa a dinâmica intertemporal do PEL em função de seus três principais elementos, de forma que, a cada momento, a variação do PEL é dada pela remuneração do passivo externo diminuída dos saldos comercial e da balança de serviços:⁸

$$PEL_t - PEL_{t-1} = PEL_{t-1} (r_{t-1}) - BC_t - BS_t. \quad (2)$$

7. Vale destacar, nesse sentido, que Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul (BRICS) assinaram um acordo contingente de reservas no valor de US\$ 100 bilhões. Ver Brasil (2014).

8. Adaptada da equação apresentada em Adler e Sosa (2013). A equação ignora um componente menos relevante das transações correntes: as transferências unilaterais, ou renda secundária.

Onde:

- r é a taxa de remuneração do passivo externo;
- BC , o saldo da balança comercial; e
- BS , o saldo da balança de serviços.

Tendo em vista que a economia cresce ao longo do tempo, essa equação considera as diversas variáveis medidas como proporção do PIB, para ajustá-las à mudança de escala da economia. Por isso mesmo, o crescimento do PIB também desempenha papel crucial na dinâmica do passivo, atuando no sentido de reduzir, *ceteris paribus*, o tamanho relativo do PEL. Na verdade, uma forma simples e intuitiva de interpretar esta equação é a seguinte: o PEL do país cresce sempre que a taxa de remuneração do passivo (correspondente às remessas líquidas de lucros e aos dividendos mais os pagamentos líquidos de juros) for maior que a taxa de crescimento real do PIB. Para impedir que o PEL cresça, é necessário que o país registre um saldo positivo na soma das balanças comercial e de serviços. Se, ao contrário, a remuneração do passivo for menor que o crescimento do PIB, o país é capaz de gerar continuamente um certo nível de *deficit* nas balanças comercial e de serviços sem provocar um aumento do PEL.

Reisen (1998) destaca que a equação (2) não implica necessariamente uma relação estática entre as variáveis relevantes ao longo do tempo, o que significa que a trajetória do passivo externo não precisa ser monotônica. Sob determinadas circunstâncias – por exemplo, mediante a execução de um amplo programa de investimentos com expectativas de elevada rentabilidade no futuro ou com ganhos significativos de produtividade da economia –, o país pode incorrer, por um determinado período, em *deficit* mais elevados que o “permitido” por uma avaliação estática da equação (2). O autor argumenta que o aumento do PEL que se veria no curto prazo não implicaria necessariamente um risco de insolvência, desde que os investimentos gerassem um aumento da capacidade de exportação (ou de substituição de importações) de tal modo que permitisse projetar uma redução dos *deficit* comercial e de serviços no futuro, e, eventualmente, até mesmo a geração de *superavit* em conta corrente, em um horizonte de tempo razoável. Tal argumentação reforça a importância da abordagem intertemporal para avaliação de solvência, abrindo espaço para aumentos temporários do PEL em prol de esforços de investimentos que elevassem o potencial de crescimento de geração de renda do país, e propiciassem uma reversão benigna do crescimento do PEL, sem necessidade de recorrer a medidas drásticas de ajuste.

As duas vertentes de análise da vulnerabilidade não se excluem, ao contrário, podem ser interpretadas como formas complementares de se analisar e entender o problema da vulnerabilidade. Por exemplo, o grau de exposição de um país a um determinado choque externo está relacionado, entre outros aspectos, à percepção que se tem da solvência de suas contas externas. A resiliência aos choques depende diretamente das condições de liquidez do país, como o volume de reservas internacionais.

Qualquer que seja o conceito adotado ou a vertente de análise escolhida, porém, *a vulnerabilidade externa tem a mesma origem fundamental, os deficits sistemáticos nas transações correntes*. Tipicamente, tais *deficits* surgem como resultado do crescimento econômico em países de menor desenvolvimento relativo, quando a aceleração da demanda doméstica não encontra contrapartida adequada de poupança doméstica, e, portanto, a sustentação do crescimento exige a atração de poupança externa. Em tal contexto, o *deficit* externo aumenta pela via da expansão do consumo de bens importados, pelo aumento dos investimentos, com crescente importação de bens de capital, e por maiores importações de bens intermediários para o setor industrial – que normalmente não são ofertados em quantidade e qualidade suficientes nestes países.

Reisen (1998) lembra que tais *deficit* tendem a ser mais elevados quando há uma situação de liquidez internacional abundante, colocando para os países em desenvolvimento um dilema: aproveitar a situação favorável para financiar investimentos que poderiam trazer importantes ganhos de renda e produtividade, incorrendo no risco de liquidez associado a um *deficit* e a um passivo externo crescente, ainda que de maneira temporária; ou estabelecer alguma forma de limitação dos fluxos externos a fim de gerenciar a evolução do *deficit* e mantê-lo dentro de limites considerados seguros, ainda que isso implique a não realização de oportunidades de investimentos rentáveis e produtivos.

O autor sugere que o mais importante não é exatamente delimitar o tamanho do *deficit* aceitável (ou sustentável), mas sim identificar as fontes do *deficit*. Por exemplo, com base em uma análise tradicional de sustentabilidade de contas externas (associada à ideia de solvência externa do país explicada anteriormente), um *deficit* mais elevado seria normal em caso de o país estar se beneficiando de um choque positivo de produtividade. Em contrapartida, uma redução temporária da taxa de juros internacional (típica de períodos de grande liquidez) deveria conduzir a uma redução do *deficit*, não a um

aumento. Reisen (1998) é taxativo ao afirmar, ainda, que os países devem evitar *deficit* em TCs que estejam associados majoritariamente ao aumento do consumo doméstico (das famílias ou do governo) ou ainda aos investimentos não produtivos – um bom exemplo são os investimentos excessivos no setor imobiliário, que trouxeram problemas para diversos países quando da eclosão da crise internacional de 2008-2009. Neste caso, a poupança externa estaria apenas tomando o lugar da poupança doméstica sem trazer benefícios em termos de aceleração do crescimento da capacidade produtiva e, portanto, da capacidade de exportar e gerar mais divisas no futuro.

O ponto crucial é que a absorção de poupança externa deve ter uma clara contrapartida de aumento da capacidade produtiva no futuro e, especialmente, de aumento da capacidade exportadora do país. Nesse ciclo virtuoso, consegue-se aumentar a capacidade de geração de divisas para fazer frente aos compromissos associados ao passivo externo, como a amortização de empréstimos e financiamentos e a remuneração dos capitais atraídos para o país, via pagamentos de juros e remessas de lucros e dividendos. Em outras palavras, o país garante a solvência intertemporal do balanço de pagamentos.

Esse ciclo virtuoso, entretanto, não é condição suficiente para reduzir a vulnerabilidade externa de um país, pois, ainda que a solvência intertemporal possa estar garantida, não se está necessariamente livre de problemas de liquidez que possam surgir de choques externos negativos – por exemplo, uma queda dos termos de troca do país, um aumento dos juros internacionais ou o contágio de crises ocorridas em outros países. Nos termos colocados por Essers (2013), durante o ciclo de absorção de poupança externa, o país pode se deparar com um grau elevado de exposição ou um nível reduzido de resiliência a choques externos, implicando uma situação de elevada vulnerabilidade externa. Tais choques poderiam limitar, ainda que temporariamente, a capacidade de financiamento externo no curto prazo e provocar uma crise mesmo que a trajetória das contas externas não sugerisse um crescimento insustentável do passivo externo. Diante disso, o país se veria obrigado a adotar medidas duras para enfrentá-la. É possível que se evite a crise adotando-se medidas corretivas por antecipação. Ainda assim, iniciativas que promovem o ajuste externo – que significaria uma reversão forte e relativamente rápida do *deficit* em TCs – tendem a produzir efeitos indesejáveis na economia, como queda da atividade econômica, aumento do desemprego, desvalorização cambial e inflação. Em suma, ajustes externos geram custos significativos (Edwards, 2004; Milesi-Ferreti, 2000),

ainda que possa ser mais fácil administrar estes custos no caso de ajustes voluntários que no de ajustes forçados por crise cambial.

Em vista do que foi discutido até aqui, fica clara a importância de se evitar que o país chegue a uma situação de alta vulnerabilidade externa, seja ela causada por problema de ordem mais estrutural – que deixa o país sujeito a um elevado grau de exposição a choques e sinaliza problemas de solvência externa –, seja em função de problemas de mais curto prazo, como crises de liquidez e falhas na condução da política econômica (Caballero, Calderón e Céspedes, 2006). Com efeito, Obstfeld (2012, p. 39), em um estudo que abrange um amplo conjunto de países emergentes, em desenvolvimento e desenvolvidos, conclui que:

to my mind, a lesson of recent crises is that globalized financial markets present potential stability risks that we ignore at our peril. Contrary to the “consenting adults” view of the world, current account imbalances, while very possibly warranted by fundamentals and welcome, can also signal elevated macroeconomic and financial stresses, as was arguably the case in the mid 2000’s. Historically, large and persistent global imbalances deserve careful attention from policy makers, with no presumption of innocence.

Em síntese, *deficit* em TCs exigem um adequado monitoramento de sua evolução, seus determinantes e suas perspectivas. O mesmo vale para o PEL, que é a contrapartida do *deficit* pelo lado dos estoques, e envolve também o acompanhamento de diversas outras variáveis que influenciam a capacidade de sustentação do *deficit* ao longo do tempo e as condições de liquidez e solvência externa do país. A ocorrência de *deficit* externos deve ser interpretada como uma situação normal em países de menor nível de desenvolvimento relativo, não sendo uma fonte de problema por si só. Mas evitar que estes *deficit* tragam uma situação de elevada vulnerabilidade externa exige atuar em duas frentes: *i*) na garantia da solvência intertemporal das contas externas; e *ii*) no manejo correto dos instrumentos de política econômica, para garantir uma travessia segura entre o curto e o longo prazo, minimizando-se o risco de que choques externos possam levar o país a uma crise cambial ou à necessidade de medidas dolorosas de ajuste.

Do lado da minimização de riscos de curto prazo, a recomendação mais comum – e que foi acatada por grande número de países emergentes após as sucessivas crises que se abateram sobre eles na década de 1990 – é manter um razoável volume de reservas internacionais que possam ser usadas em eventuais situações de restrição

de financiamento externo. Recomenda-se também um gerenciamento do perfil do passivo externo, evitando-se a dependência de créditos de curto prazo e priorizando-se o financiamento por meio de investimentos diretos.

Quanto à solvência de longo prazo, esta depende da forma de utilização da poupança externa, e, nesse sentido, é necessário criar um arcabouço institucional de política econômica que gere estímulos aos investimentos em bens comercializáveis (*commodities* e não *commodities*), gerando um aumento de sua capacidade produtiva que seja capaz de não apenas suprir as necessidades do mercado interno, mas também de garantir um volume crescente de exportações. Paralelamente, é preciso que a gestão da política econômica seja capaz de conter o ímpeto natural de direcionar grande parte dos fluxos de capital externo para objetivos de mais curto prazo, como consumo e gastos públicos. Há uma ampla literatura sobre a questão dos “*deficits* gêmeos”, situação em que há um aumento simultâneo do *deficit* externo e do público – ou seja, a poupança externa sendo usada para financiar maiores gastos do governo.⁹ Outro fator importante diz respeito a uma adequada regulação do setor financeiro – aspecto que ganhou muita força após a crise internacional de 2008-2009 – a fim de evitar excessos no processo de captação de recursos no exterior para financiar aplicações domésticas, de modo a prevenir o desenvolvimento de bolhas de ativos e mitigar o risco de crises financeiras (Taylor, 2012). Destaca-se, ainda, a necessidade do correto manejo das políticas fiscal e monetária para se evitar um crescimento excessivamente rápido da economia, o qual pode provocar um aumento muito rápido do *deficit* em TCs a ponto de atingir níveis insustentáveis.

4 INDICADORES

Esta seção dedica-se a avaliar o grau de vulnerabilidade externa do Brasil por meio da análise da evolução recente e da situação atual de um amplo conjunto de indicadores usualmente utilizados na literatura sobre o tema. Em última instância, tais indicadores ajudam a identificar em que medida o país corre risco de enfrentar dificuldades de financiamento do balanço de pagamentos, redundando na necessidade de reversão do *deficit* em TCs ou, em uma situação mais extrema, em uma crise cambial. Esta

9. Ver, por exemplo, Bluedorn e Leigh (2011).

metodologia ganhou relevância a partir dos anos 1990, quando uma sequência de crises cambiais – México em 1994, Ásia em 1997, Rússia em 1998, Brasil em 1999 – motivou a criação dos indicadores de alerta (*early warning indicators*). Estes nada mais eram que a compilação de um conjunto de indicadores econômicos que, a partir de análises de painéis de países, apresentavam um padrão de comportamento diferente nos períodos precedentes às crises cambiais, o que permitia seu uso como indicadores antecedentes de problemas de balanço de pagamentos (Kaminsky, Lizondo e Reinhart, 1998).

Os indicadores apresentados neste artigo são de três tipos. O primeiro tipo são os relacionados ao tamanho e à composição do passivo externo do país, bem como ao volume de reservas internacionais e de outros ativos em moeda estrangeira. A análise destes estoques é fundamental para acessar as condições de liquidez e de solvência externa do país. O princípio subjacente é o de que um passivo excessivamente elevado, ou que cresça muito rapidamente, pode ser visto como impagável, comprometendo a disposição dos investidores externos em fornecer financiamento ao país e, portanto, a sua capacidade de sustentar *deficit* em TC. Além disso, um passivo que seja exigível em um prazo médio curto ou um volume baixo de reservas internacionais pode trazer problemas de liquidez em moeda estrangeira diante de choques externos que impliquem redução temporária dos influxos de capital. Ademais, o tamanho e o perfil do passivo também afetam diretamente o saldo em TCs, por meio dos fluxos associados à remuneração do passivo (juros e remessas de lucros e dividendos).

O segundo tipo de indicadores diz respeito ao tamanho relativo e ao ritmo de crescimento dos fluxos do balanço de pagamentos, ou seja, dos principais componentes que determinam a situação do balanço de pagamentos em cada momento. Naturalmente, o mais importante deles é o tamanho do saldo em TCs, mas é necessário analisar o comportamento das principais rubricas que as compõem – exportações e importações de bens e serviços, pagamentos de juros e remessas de lucros e dividendos – para identificar a contribuição de cada componente a fim de explicar as variações do saldo em TCs ao longo do tempo. É importante também verificar o perfil dos fluxos financeiros que estão financiando o *deficit* em conta corrente, em especial os investimentos diretos, considerada a modalidade mais “saudável” de financiamento. O perfil e a evolução dos fluxos fornecem informações importantes quanto à exposição do país a choques – por exemplo, quanto ao potencial impacto de uma redução dos termos de troca ou de um aumento dos juros internacionais –, bem como quanto à sua resiliência, qual seja,

quanto à capacidade de reagir a choques por meio de, por exemplo, de uma redução do *deficit* externo que traga um mínimo de custos em termos de produto e renda.

Por fim, o terceiro tipo de indicadores são aqueles relacionados à situação macroeconômica do país que têm impacto sobre a evolução das contas externas, seja pela via das transações comerciais, seja pela dos fluxos de capital.

A escolha dos indicadores adotados neste trabalho baseia-se nos estudos de Frankel e Saravelos (2011) e Milesi-Ferreti e Razin (2000). O primeiro faz um levantamento de diversos estudos empíricos realizados a partir de 1998 dedicados a identificar “indicadores de alerta” (*early warning indicators*) de crises cambiais. Estes estudos tinham como base os trabalhos de Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998), Hawkins e Clau (2000) e Abiad (2003), estes próprios envolvendo *surveys* de grande número de estudos sobre o tema. Frankel e Saravelos (2011) e Milesi-Ferreti e Razin (2000) montam uma lista dos indicadores antecedentes mais relevantes, baseados no número de estudos nos quais estes indicadores se mostraram significantes para antecipar a ocorrência de crises cambiais em diversos países, em diferentes períodos.

Milesi-Ferreti e Razin (2000), a propósito, não focam em crises cambiais propriamente ditas, mas em eventos de rápida reversão de *deficit* em conta corrente. Os autores fazem um amplo levantamento de eventos deste tipo em mais de cem países de renda baixa ou média no período 1970-1996, com o objetivo de responder a quatro questões: *i*) o que detona grandes e persistentes reduções de *deficit* em conta corrente; *ii*) o que provoca grandes depreciações do câmbio, normalmente associadas a estes eventos; *iii*) as consequências dessas reversões sobre os níveis de produto e de consumo; e *iv*) se existe uma ligação direta entre a reversão de *deficit* em conta corrente e as crises cambiais. O estudo identifica um conjunto de fatos estilizados relacionados a eventos de reversão de *deficit* e examina os fatores que aumentam a probabilidade de um país sofrer tal reversão – mais precisamente, quais os indicadores econômicos mais fortemente associados a estes eventos. É importante destacar que entre as constatações do estudo está o fato de que apenas cerca de um terço dos eventos de reversão de *deficit* foi acompanhado de uma crise cambial.

De modo geral, os resultados dos estudos supracitados mostram que o nível das reservas internacionais, o tamanho do *deficit* em conta corrente, o nível de (sobre)

valorização da taxa de câmbio, a taxa de crescimento do PIB e o ritmo de crescimento do crédito são, entre os indicadores relacionados à situação macroeconômica, aqueles que apresentam melhor desempenho para antecipar crises externas. Cabe destacar que os resultados das análises empíricas, ainda que apresentem importantes regularidades, mostram-se bastante sensíveis a condições específicas de cada país ou da crise observada, mostrando certa fragilidade em sua capacidade de prever crises externas. Conforme destacam Frankel e Saravelos (2011, p 2): “*Readers of the Early Warning Indicators literature have often gotten the impression that each generation of models is only able to explain the preceding wave of crises and has to be jettisoned when the next crisis comes.*”

4.1 Indicadores de estoque (passivos e ativos externos)

A tabela 1 apresenta os indicadores do primeiro tipo, quais sejam, aqueles relacionados ao passivo externo do país. Apresentam-se dados referentes aos dois últimos anos fechados (2014 e 2015), para captar a situação atual. Como base de comparação, apresentam-se também os números relativos a 2001, quando o país ainda se recuperava da última crise externa; 2007, para mostrar o contexto antes da crise financeira internacional; e 2010, quando o país já se recuperara dos efeitos imediatos da crise. A última coluna mostra ainda a tendência predominante de cada indicador – de aumento, queda ou estabilidade – ao longo dos últimos cinco anos, ou seja, no período pós-crise internacional.

A primeira e mais notável informação que se extrai da tabela 1 diz respeito ao volume de reservas internacionais, que alcançou o recorde histórico de 20,8% do PIB (quase US\$ 370 bilhões) em 2015, apresentando tendência de alta nos últimos anos.¹⁰ A acumulação resultou de anos seguidos de saldos positivos no balanço de pagamentos, seja por conta de *superavit* nas TCs (entre 2003 e 2007), seja por vultosas entradas de capital estrangeiro. Como consequência deste segundo fenômeno, houve grande aumento do passivo externo bruto do país, que alcançou 70% do PIB em 2015, nível um pouco mais elevado que o observado ao longo dos últimos quinze anos, e relativamente alto para o padrão histórico do país. No entanto, deve-se notar que, em termos absolutos, o passivo externo bruto reduziu-se em cerca de US\$ 300 bilhões

10. Na avaliação deste indicador, bem como em todos os demais medidos como porcentagem do PIB, há de se considerar que boa parte da variação verificada entre 2014 e 2015 foi efeito da expressiva redução do PIB medido em dólares (-27%), por conta da desvalorização nominal do câmbio do período. No caso das reservas, por exemplo, o aumento de mais de 5 pontos percentuais (p.p.) do PIB resulta apenas deste fator, uma vez que o estoque de reservas reduziu-se em cerca de US\$ 5 bilhões.

entre 2014 e 2015, como resultado da desvalorização cambial, que reduziu o valor em dólares do estoque de investimentos estrangeiros (diretos e em carteira) no país, uma vez que estes são denominados em reais. Portanto, o aumento do passivo como porcentagem do PIB deveu-se apenas ao efeito de queda do PIB em dólares.

TABELA 1
Indicadores de vulnerabilidade externa do Brasil – passivo externo

Indicadores	2001	2007	2010	2014	2015	Tendência recente
Reservas (% do PIB)	6,4	12,9	13,1	15,5	20,8	
Reservas (% do passivo externo bruto)	9,7	20,3	19,4	24,0	29,7	
Passivo externo bruto (% do PIB)	66,2	63,7	67,2	64,5	70,2	
Razão entre passivo externo bruto e exportações de bens e serviços	5,5	4,9	6,4	5,9	5,5	
Passivo externo líquido (% do PIB)	46,8	35,5	41,0	32,8	26,3	
Razão entre passivo externo líquido e exportações de bens e serviços	3,9	2,7	3,9	3,0	2,1	
Dívida externa bruta, exceto empréstimo intercompanhias (% do passivo externo bruto)	54,8	20,8	17,0	22,6	26,9	
Dívida externa de curto prazo (% do passivo externo bruto)	7,5	4,4	3,9	3,7	4,3	
Estoque de IED – participação no capital (% do passivo externo bruto)	28,6	29,5	39,5	35,1	34,0	
Estoque de IED – empréstimo intercompanhias (% do passivo externo bruto)	4,4	5,3	6,4	13,3	16,7	
Estoque de investimento em carteira no país – total (% do passivo externo bruto)	40,9	54,3	43,5	33,8	29,5	
Estoque de investimento em carteira no país – ações (% do investimento em carteira total)	24,4	75,4	68,3	49,4	39,6	

Fonte: BCB.

Obs: 1. Dívida externa calculada a partir dos dados de posição internacional de investimento – passivos, disponíveis no site do BCB. Cálculo corresponde à soma de investimentos estrangeiros em títulos de dívida no exterior, empréstimos e crédito comercial, e adiantamentos.

2. IED – investimento estrangeiro direto.

O aumento do passivo bruto foi mais que compensado pela acumulação de reservas internacionais e pelo aumento dos ativos brasileiros no exterior – em 2015, o estoque destes ativos correspondia a 23% do PIB. Como resultado, o PEL equivalia a apenas 26,3% do PIB em 2015, nível mais baixo da série histórica recente.

A atual composição do passivo externo bruto do país revela elevada participação dos IEDs, que respondiam por 50,7% do passivo em 2015 (34,0% na modalidade de participação no capital e 16,7% na forma de empréstimos intercompanhias), contra 26,9% correspondentes à dívida externa e 29,5% de investimentos em carteira (sendo cerca de 40% deste referente a aplicações em bolsa de valores no país).¹¹ Ao longo dos últimos dez anos, houve queda significativa da participação da dívida externa e dos investimentos em carteira, e crescimento da participação dos investimentos diretos, principalmente na forma de empréstimos intercompanhias. Outro ponto importante é o volume bastante baixo de dívida de curto prazo, correspondente a apenas 4,3% do passivo externo bruto em 2015. A composição do passivo externo é bem diferente daquela que predominou no país ao longo do século XX, cuja maior parte estava na forma de dívida.

Em tese, um passivo externo mais concentrado em investimentos diretos é mais favorável que um associado a empréstimos por diversos motivos: *i*) não há necessidade de pagar de volta os recursos ingressados, como acontece com as amortizações de dívida; *ii*) a remuneração dos investimentos (na forma de remessas de lucros e dividendos ao exterior) só ocorre se ele for efetivamente lucrativo, o que significa que gerou aumento de renda doméstica; e *iii*) tanto o investimento quanto os lucros a ele relacionados são avaliados e obtidos em moeda nacional, não estando sujeitos a um crescimento acelerado ante a uma eventual desvalorização do câmbio. Na prática, financiar o *deficit* em TCs por meio de investimentos é uma maneira de se dividir o risco, de forma que o investidor também tende a incorrer em prejuízos na eventualidade de uma crise externa. Isso se deve em parte à redução do valor dos investimentos em dólares, que resulta da desvalorização cambial que normalmente acompanha a crise, e em parte à possível perda de valor dos ativos no país, especialmente no caso das ações negociadas em bolsa. No caso de dívida, o prejuízo é integralmente assumido pelo país devedor. A desvalorização do câmbio provoca um aumento grande e imediato tanto do tamanho da dívida quanto dos pagamentos de juros medidos em moeda nacional.

É importante atentar também para o fato de que, atualmente, no Brasil, as reservas internacionais cobrem quase 30% do passivo externo bruto total e mais de

11. O total soma mais de 100% porque parte do estoque de investimentos em carteira refere-se a títulos de dívida emitidos no exterior, que são incluídos também no cômputo da dívida externa.

100% da dívida externa, o que reduz bastante o risco de problemas de liquidez externa, ao menos no curto prazo. Cabe aqui uma observação sobre as operações de *swap* cambial levadas a cabo pelo BCB nos últimos anos, cujo objetivo é fornecer *hedge* cambial aos agentes econômicos. No final de 2015, o estoque de *swaps* equivalia a cerca de US\$ 108 bilhões. De certa forma, tais operações substituem uma intervenção direta no mercado de câmbio na forma de venda de dólares à vista, evitando-se o uso das reservas internacionais do país. Embora possa parecer uma perda de reservas disfarçada, na prática os *swaps* não geram nenhum impacto direto ou indireto sobre as reservas e, portanto, sobre o PEL do país. Isso porque trata-se de operações liquidadas em moeda nacional, possuindo apenas um valor nocional em dólares. Tais operações impactam, na verdade, as contas públicas, pois sua liquidação se faz pelo pagamento, por parte do BCB, da diferença entre a taxa de juros doméstica (CDI) e a variação cambial do período. Em 2015, em vista da forte desvalorização do real, tais operações resultaram em prejuízo substancial para o BCB na ordem de US\$ 100 bilhões, ou cerca de 2% do PIB. Estas operações são contabilizadas como pagamentos de juros da dívida pública e, portanto, colaboraram para o aumento do *deficit* nominal do governo – que cresceu o equivalente a 4% do PIB de 2014 para 2015.

Sintetiza-se a informação apresentada na tabela 1 no seguinte argumento: o tamanho e a composição do passivo externo, associados ao elevado volume de reservas, revelam um quadro de baixa vulnerabilidade. Apenas três indicadores sinalizam um fator de vulnerabilidade médio, e não parecem ser, por hora, motivo de grande preocupação, embora mereçam ser monitorados cuidadosamente. São eles: o passivo externo bruto, que, como já dito, encontra-se em níveis historicamente elevados; o crescimento da participação dos empréstimos intercompanhia, os quais, embora classificados no balanço de pagamentos como investimento direto, são, de fato, uma forma de dívida; e a participação ainda significativa dos investimentos em carteira dentro do passivo externo bruto – ainda que esta participação venha caindo nos últimos anos. Tais recursos são tradicionalmente mais voláteis e sujeitos a saídas rápidas do país em situações de crise. Hoje, este tipo de passivo tem montante equivalente ao volume total de reservas do país.

4.2 Indicadores de fluxos do balanço de pagamentos

A tabela 2 apresenta indicadores referentes ao tamanho relativo e ao ritmo de crescimento dos fluxos do balanço de pagamentos, especialmente aqueles relacionados aos investimentos estrangeiros e às principais contas das TCs – balança comercial,

balança de serviços e rendas. O dado mais importante, naturalmente, diz respeito ao aumento do *deficit* em TCs, que alcançou em 2014 nível próximo a 4% do PIB, com tendência crescente desde 2007. Embora esteja em níveis altos em relação à média histórica do país, este aumento não chegou a atingir valores extraordinariamente elevados, já registrando, inclusive, redução expressiva em 2015.

TABELA 2
Indicadores de vulnerabilidade externa – fluxos do balanço de pagamentos

Indicadores	2001	2007	2010	2014	2015	Tendência recente
Saldo em transações correntes (% do PIB)	-4,2	0,0	-3,4	-4,3	-3,3	
Exportações de bens (% do PIB)	10,4	11,5	9,1	9,3	10,7	
Importações de bens (% do PIB)	10,1	8,7	8,3	9,6	9,7	
Exportações de serviços (% do PIB)	1,6	1,6	1,4	1,7	1,9	
Importações de serviços (% do PIB)	2,9	2,6	2,8	3,6	4,0	
Remessas líquidas de lucros e dividendos (% do PIB)	-0,9	-1,6	-1,4	-1,1	-1,0	
Juros líquidos (% do PIB)	-2,6	-0,5	-0,4	-0,6	-0,8	
Juros mais remessas (% das exportações de bens e serviços)	28,9	15,9	16,6	15,2	14,8	
Termos de troca (desvio em relação à média de vinte anos)	-9,6	-3,9	12,6	8,2	-3,7	
Razão de <i>quantum</i> (desvio em relação à média de vinte anos)	-2,9	16,0	-17,7	-24,4	-2,2	
Exportações de produtos básicos (% das exportações totais)	26,3	32,1	44,6	48,7	45,6	
<i>Quantum</i> de exportação de manufaturados (2006 = 100)	55,1	103,2	82,4	75,9	77,7	
Ingressos de investimento direto no país (% do PIB)	4,2	3,2	2,4	3,6	3,8	
Ingressos de investimento direto no país (% do deficit em TC)	97,9	-	70,7	82,7	115,3	
Investimentos em carteira no país (% do PIB)	0,2	3,5	3,2	1,7	1,0	
Investimentos em carteira no país (% do deficit em TC)	3,7	-	94,5	39,9	31,4	

Fonte: BCB e Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex).

Na verdade, os indicadores que trazem maior preocupação são, principalmente, aqueles relacionados à balança comercial e, mais especificamente, às exportações. Seu desempenho no período pós-crise internacional foi bastante fraco, tal que sua

participação no PIB caiu de 11,5% em 2007 para 9,3% em 2014, fazendo com que a balança comercial passasse de um *superavit* de 1,8% do PIB para um *deficit* de 0,3%. Este movimento explica a maior parte da deterioração do saldo em TCs no período. O aumento do saldo comercial para 10,7% do PIB em 2015 não representa um alento, visto que foi causado apenas pela redução do PIB em dólares – o valor das exportações, de fato, reduziu-se em 15% no ano. Além do mau desempenho recente, o nível absoluto das exportações é muito baixo diante de qualquer comparação internacional.

Esse é um fator bastante negativo não apenas por denotar um baixo grau de abertura do país, mas também porque o esforço de aumento das exportações para promover uma determinada melhoria no saldo comercial – e, portanto, nas TCs – é bem maior que seria se seu peso no PIB fosse mais elevado. Um exemplo numérico permite ilustrar mais facilmente este ponto. Suponha-se que se planeje reduzir o *deficit* em TCs de seu nível prevaiente em 2014 (3,9% do PIB) para a média histórica (1,8% do PIB) sem sacrificar a atividade econômica (portanto, sem reduzir importações). Isto exigiria que a relação exportações sobre PIB aumentasse 2,1 p.p. Supondo-se um crescimento anual do PIB da ordem de 2,5% e sem mudanças relevantes nas paridades cambiais, as exportações de bens e serviços teriam que crescer à taxa de 7% a.a. para que o ajuste se completasse em quatro anos – em outras palavras, teria que crescer quase três vezes mais rápido que o PIB. Caso a relação exportações/PIB fosse duas vezes mais alta no ano inicial, o crescimento requerido das exportações para realizar o mesmo ajuste de 2,1 p.p. seria de somente 4,8% a.a.

Outro indicador preocupante é a razão de *quantum*, ou seja, a razão entre o *quantum* de exportações e o *quantum* de importações. Esta se reduziu de forma consistente nos últimos dez anos, estando em 2015 em um patamar 2,2% inferior à média dos últimos vinte anos – em 2007, a razão estava 16% *acima* da média. Em outros termos, isto significa que o saldo comercial real do país sofreu redução de 18% neste período. Durante alguns anos (especificamente até 2011), parte da queda da razão de *quantum* foi compensada por um significativo ganho de termos de troca. Com o passar do tempo, contudo, os termos de troca sofreram queda sensível, já estando, em 2015, 3,7% abaixo da média dos últimos vinte anos. A combinação de queda da razão de *quantum* – ainda que parcialmente revertida em 2015 – com perdas de termos de troca representa, certamente um fator de alta vulnerabilidade. Isso porque o país terá que fazer um enorme esforço de crescimento de *quantum* de exportação e de contração do

quantum de importação para promover uma redução mais significativa do *deficit* em TCs, considerando-se como mais provável um cenário em que os preços de *commodities* não devem se recuperar tão cedo.

O quadro do comércio de bens se mostra ainda mais desafiador quando se leva em conta o grande aumento da participação dos produtos básicos na pauta de exportação – o qual alcançou 45,6% do total em 2015 – juntamente com o mau desempenho das exportações de manufaturados após a crise internacional, em 2015; o *quantum* desses produtos estava 22% abaixo do nível alcançado antes da crise financeira de 2008. Estes fatores significam que: *i*) as exportações estão, atualmente, bem mais sensíveis à flutuação dos preços e da demanda por *commodities*, que são tradicionalmente muito voláteis; e *ii*) o país enfrenta um já longo processo de estagnação das exportações de manufaturados, o que denota graves problemas de competitividade no setor e traz dificuldades adicionais a um eventual processo de redução do *deficit* externo.

As importações de bens, embora tenham passado por um processo de rápido crescimento desde a década passada – o *quantum* importado cresceu uma taxa superior a 10% a.a. entre 2003 e 2013 –, podem ser consideradas, atualmente, um fator de baixa vulnerabilidade, por três motivos: *i*) porque ainda permanecem em patamar reduzido quando medidas em porcentagem do PIB; *ii*) porque tradicionalmente reagem bastante rápido a mudanças de cenário macroeconômico, reduzindo-se rapidamente em períodos de recessão e desvalorização cambial, como ocorre novamente neste momento – em 2015, por exemplo, a queda foi de 25%; e *iii*) porque o país ainda possui um grau relativamente elevado de protecionismo, seja na forma de tarifas, seja na de barreiras não tarifárias.

O mesmo não se pode dizer das importações de serviços, que cresceram de forma significativa ao longo dos anos – passaram de 2,6% do PIB para 4,0% entre 2007 e 2015 – e apresentam, historicamente, resistência maior à queda, mesmo em momentos de ajuste como o que se vive hoje. Paralelamente, as exportações de serviços, embora também tenham crescido nos últimos anos, ainda permanecem em patamares muito baixos (menos de 2% do PIB). O resultado é a manutenção de um saldo cronicamente deficitário nesta conta, aspecto já destacado na segunda seção deste trabalho, e que não apresenta sinais de reversão no futuro. Não há motivos concretos que permitam antever uma melhoria substancial deste saldo no futuro.

Os demais elementos mostrados na tabela 2 não parecem representar, ao menos no momento atual, fatores importantes de risco em termos da vulnerabilidade externa do país. A conta de rendas (remuneração do passivo externo), ainda que historicamente deficitária, tem apresentado um comportamento benigno ao longo dos últimos anos, com o *deficit* atual situando-se abaixo da média histórica de 2% do PIB. As remessas de lucros e dividendos têm oscilado em torno de 1,0% do PIB nos últimos anos, após terem alcançado níveis próximos de 2,0% na década passada. E as despesas líquidas de juros estão em apenas 0,6%, ante a uma média histórica de 1,3%.¹² Ao longo dos últimos anos, o país precisou apenas de cerca de 15% de suas exportações de bens e serviços para fazer frente aos pagamentos de lucros e juros ao exterior.

Esse fato traz uma boa e uma má notícia. A boa é que implica uma situação de baixa vulnerabilidade no curto prazo. Deve-se lembrar que a remuneração do passivo externo (especialmente os pagamentos de juros) é uma despesa compulsória em moeda estrangeira. Em momentos em que o país encontra dificuldades de financiamento externo, havendo despesas muito elevadas nessas rubricas, ocorre um esforço maior de ajuste nas balanças de bens e de serviços, exigindo-se maiores *superavit* comerciais para garantir a redução do *deficit* externo. A má notícia é que não parece haver espaço para comprimir ainda mais as despesas líquidas nestas rubricas, não se podendo descartar a possibilidade de que seu *deficit* venha a crescer nos próximos anos – em virtude, por exemplo, do aumento dos juros internacionais ou do crescimento da rentabilidade dos investimentos estrangeiros no país.

Por fim, a tabela 2 mostra que os IEDs têm sido a principal fonte de financiamento do *deficit* em TCs nos últimos anos. Em 2015, eles foram mais que suficientes para cobrir todo o *deficit*. Paralelamente, os investimentos estrangeiros em carteira, tradicionalmente mais voláteis, vêm perdendo espaço no financiamento externo, reduzindo-se de mais de 3% do PIB há alguns anos para apenas 1% do PIB em 2015. Estes números coadunam com a mudança do perfil do passivo externo discutida anteriormente e representam um fator de baixa vulnerabilidade para o país.

12. Considerando-se o período 1947-2014.

4.3 Indicadores macroeconômicos

A tabela 3 apresenta os indicadores macroeconômicos que a literatura empírica citada no início desta seção identifica como os mais relevantes para avaliar ou antecipar o risco de problemas de balanço de pagamentos, na forma de crises cambiais ou de rápidas reversões do *deficit* em TCs. Entre todos, há três que, na atualidade, parecem ser os mais relevantes para condicionar o grau de vulnerabilidade externa do país.

- 1) Câmbio real – a tabela mostra que o câmbio real efetivo¹³ manteve-se sobrevalorizado por vários anos, ao menos quando comparado com o nível médio dos últimos vinte anos. O uso de outras métricas pode indicar resultados um pouco diferentes, mas não altera o diagnóstico de um câmbio persistentemente valorizado, ainda que o nível de valorização tenha se reduzido em 2015. Na verdade, a desvalorização ocorrida neste ano, no âmbito de uma recessão e de um processo de redução do *deficit* em TCs, só reforça os achados da literatura empírica que sugerem ser este indicador um dos que se mostram mais robustos e consistentes para prever problemas de balanço de pagamentos. Na verdade, no caso brasileiro, o câmbio real apresenta-se como importante fator de vulnerabilidade não apenas em função de seu comportamento nos últimos anos, mas também pela tendência histórica de o país alternar períodos de câmbio real muito valorizado com períodos de forte subvalorização.
- 2) Grau de abertura da economia – o país apresenta um grau de abertura muito baixo e sem tendência de aumento nos últimos anos. O salto observado entre 2014 e 2015 deve-se, mais uma vez, à redução do PIB em dólares e não ao aumento dos fluxos de comércio. Com efeito, em um *ranking* de 122 países, o Brasil ocupava a última posição em termos de grau de abertura da economia, atrás, inclusive, de países latino-americanos como Argentina, Chile e Colômbia (FGV, 2013). Além de estudos que sugerem uma relação positiva entre grau de abertura e ritmo de crescimento econômico, um grau de abertura muito baixo torna o país mais vulnerável porque, em vista de um determinado nível de *deficit* em TCs como proporção do PIB, o país precisa fazer um esforço muito maior em termos de aumento das exportações ou de redução das importações para conseguir alcançar uma determinada meta de redução do *deficit* (conforme o exemplo apresentado anteriormente nesta seção). Na prática, isso significa que

13. Taxa efetiva real de uma cesta de 24 moedas, utilizando-se o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) da FGV como deflator. Informações coletadas no Ipeadata. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>.

o Brasil encontra-se em posição mais vulnerável que outro país que registre um mesmo *deficit* como proporção do PIB, mas com maior grau de abertura.

- 3) Poupança doméstica – em termos macroeconômicos, *deficit* em TCs equivalem a um excesso de investimento sobre poupança doméstica. Isto significa que taxas de poupança baixas ou em queda tendem a aumentar o *deficit* externo e, conseqüentemente, potencializar o risco de uma crise externa. A seção 2 mostrou que a taxa de poupança no Brasil é historicamente baixa e, além do mais, vem descrevendo uma trajetória de queda nos últimos anos, tendo fechado 2015 em apenas 16,8% – a mais baixa em mais de uma década. Na verdade, ao comparar-se a variação do *deficit* em TCs (de 3,3 p.p. do PIB) e a queda da poupança doméstica (de 3,9 p.p. do PIB) entre 2007 e 2015, é possível deduzir que toda a absorção de poupança externa ocorrida no período foi utilizada apenas para substituir a poupança doméstica – em outras palavras, para financiar um aumento de consumo doméstico, público e privado, e não para financiar uma taxa maior de investimento, contrariamente ao que seria recomendável à luz da teoria. Portanto, a absorção não aumentou a capacidade de o país gerar mais produção e exportações de modo a permitir uma redução futura dos *deficits* externos, comprometendo as condições de solvência de longo prazo. Esta análise reitera a ideia de que *o aumento da poupança doméstica sempre foi, e continua sendo, condição sine qua non para reduzir a vulnerabilidade externa do país de forma sólida e sustentável.*

A tabela 3 identifica ainda três indicadores que requerem atenção e cuidado, por serem seus efeitos potencialmente muito negativos sobre o equilíbrio das contas externas: crédito, oferta de moeda e *deficit* público. Quanto ao crédito, seu volume total aumentou sobremaneira nos últimos anos no país, passando de 34,7% do PIB, em 2007, para 63,7% em 2015. Em geral, a literatura correlaciona a aceleração do crédito ao maior risco de crises. No Brasil, há o agravante de o crédito ser, em geral, mais caro e de prazo médio curto, impactando fortemente no orçamento das famílias. Como atenuantes, há o fato de o nível de crédito não ser muito elevado se comparado a outros países – onde, não raro, ele ultrapassa 100% do PIB – e o fato de se registrar uma importante desaceleração de seu crescimento nos últimos dois ou três anos.

TABELA 3
Indicadores de vulnerabilidade externa – situação macroeconômica

Indicadores	2001	2007	2010	2014	2015	Tendência recente
Crescimento do PIB (%)	1,3	6,0	7,6	0,2	-3,8	
Câmbio real (desvio em relação à média de vinte anos, em %)	35,2	-15,2	-29,6	-22,2	-6,8	
Grau de abertura (Exportação + Importação, em % do PIB)	20,6	20,3	17,4	18,8	20,5	
Oferta de moeda – M2 (% do PIB)	23,6	27,9	36,1	37,8	38,3	
Poupança doméstica (% do PIB)	15,7	20,7	21,1	18,9	16,8	
Deficit público nominal (% do PIB)	4,8	2,7	2,4	6,1	10,3	
Dívida líquida do setor público (% do PIB)	51,5	44,6	38,0	33,1	36,0	
Dívida pública externa (% da dívida bruta)	20,5	7,6	5,4	5,8	6,7	
Dívida pública interna indexada ao dólar (% do total)	25,2	0,8	0,5	0,4	0,5	
Taxa de juros real (selic deflator: IPCA, média anual)	9,9	8,1	4,6	4,4	4,1	
Volume de crédito (% do PIB)	25,8	34,7	44,1	61,9	63,7	
Índice do mercado de ações – BM&FBovespa (fim de período)	13.577	63.886	69.304	50.007	43.349	

Fonte: BCB, Funcex, IBGE e Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa).
Obs.: IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo.

No caso da oferta de moeda, a teoria associa seu crescimento acelerado ao maior risco de crises cambiais, no sentido de que há maior liquidez que pode ser usada para aumentar importações ou para ser convertida em moeda estrangeira e remetida ao exterior. Optou-se aqui por usar um conceito mais estrito de oferta de moeda, o *M2*. Este agregado monetário cresceu de maneira significativa ao longo da década passada, mas desacelerou nos últimos anos, alcançando 38,3% do PIB em 2015 – alto para o padrão histórico brasileiro, embora não tenha apresentado uma trajetória de crescimento acelerado ou explosivo. Como atenuante, cabe destacar que as reservas internacionais são suficientes para cobrir mais de 50% do *M2*.

O *deficit* público pode estar associado à vulnerabilidade externa por dois caminhos. Primeiro, a elevação do *deficit* público resulta mais, normalmente, em redução da

poupança doméstica, que é um dos principais elementos de vulnerabilidade. Segundo, um *deficit* elevado ou em trajetória de elevação resulta, geralmente, em desequilíbrios macroeconômicos (como o aumento da inflação) e cria dúvidas quanto à solvência do setor público. Tais problemas podem “transbordar” para o setor externo, principalmente pela via financeira, provocando um aumento do risco-país e reduzindo a disposição dos investidores estrangeiros de aplicar dinheiro no país.

Nesse sentido, a trajetória de deterioração das contas públicas observada nos últimos anos poderia representar um elemento de alta vulnerabilidade. Entretanto, esta é atenuada por alguns fatores que também são destacados na tabela 3. Primeiro, a dívida líquida do setor público mantém-se em níveis razoáveis e inferiores aos observados na década passada. Segundo, praticamente todo o *deficit* é financiado com recursos domésticos, de modo que a dívida externa pública é bem pequena (apenas 6,7% da dívida bruta do setor público). E terceiro, a proporção da dívida interna indexada à moeda estrangeira é também muito baixa (apenas 0,5% da dívida total). Portanto, não há risco de uma crise de origem externa comprometer o financiamento ou gerar uma piora adicional das contas públicas, estabelecendo um certo “distanciamento” entre o comportamento das contas públicas e o das contas externas. Vale lembrar que a grande porcentagem da dívida pública “dolarizada” foi um dos fatores que agravou a crise cambial de 1999, em virtude do forte impacto da desvalorização cambial sobre o *deficit* nominal e sobre o tamanho da dívida pública. Na verdade, atualmente o governo registra um ganho líquido quando há uma desvalorização cambial, pois possui mais ativos em dólares (reservas) do que passivos – em que pese o fato de os *swaps* cambiais gerarem um prejuízo que impacta o *deficit* nominal, conforme explicado anteriormente. De qualquer maneira, a questão do *deficit* público é um elemento que representa fator de risco médio, especialmente pelo efeito que pode ter sobre a credibilidade do país e, portanto, sobre sua capacidade de atrair capitais externos.

Quanto ao crescimento do PIB, a literatura associa, em geral, maior vulnerabilidade com taxas de expansão muito elevadas, ou, mais especificamente, taxas percebidas como maiores que a taxa de crescimento potencial do país, uma vez que um crescimento exacerbado costuma resultar em aumento do *deficit* em TCs. É possível que este fosse um fator de risco elevado para o equilíbrio externo até 2011, quando o crescimento médio anual era da ordem de 4% a.a. Contudo, a forte desaceleração do crescimento brasileiro a partir de 2012 e sua redução para terreno negativo em 2015

denotam, hoje, uma baixa vulnerabilidade. Há, porém, outra linha de argumentação que relativiza esta conclusão. O fato de o *deficit* em TCs ter crescido mesmo em um período de baixo crescimento econômico – entre 2011 e 2014 – seria indicação de que a economia apresenta problemas estruturais mais graves, e que um eventual ajuste das contas externas não exigiria simplesmente uma moderação do crescimento para ajustar os ritmos de crescimento da oferta e da demanda, mas precisaria de ajustes estruturais mais profundos. Esta argumentação coaduna-se com a questão da baixa (e decrescente) poupança doméstica e também com a dificuldade de expansão das exportações de manufaturados revelada nos últimos anos. Neste sentido, embora o baixo crescimento do PIB não seja, por si só, um indicador de alta vulnerabilidade, ele aponta para desafios estruturais que impõem dificuldades para o equilíbrio das contas externas em prazo mais longo.

Por fim, o comportamento negativo do índice da bolsa de valores nos últimos anos denota baixa vulnerabilidade a crises, pois a literatura identifica que, em geral, crises cambiais são precedidas de períodos de aumento acelerado das cotações das ações. A taxa de juros real relativamente alta (em um mundo de taxas muito baixas) também denota baixa vulnerabilidade, pois crises cambiais costumam ser precedidas de períodos de política monetária frouxa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A história econômica brasileira é marcada por um comportamento cíclico do saldo em TCs, com períodos de expressivo crescimento do *deficit* seguidos por reversões, não raro levando o saldo para terreno positivo. Estes ciclos são tipicamente associados a flutuações importantes em outras variáveis macroeconômicas. Assim, períodos de alta dos *deficit* estão normalmente associados a um desempenho favorável da economia, ao passo que períodos de reversão dos *deficit* implicam forte ajuste em termos de queda do crescimento do PIB, desvalorização do câmbio real, aumento das taxas de inflação, queda da renda real etc. Recentemente, o país viveu mais um destes ciclos. O saldo saiu de um *superavit* entre 2003 e 2007 para um *deficit* de 3,9% em 2014, seguindo-se novo processo de ajuste, com redução expressiva do *deficit* em TCs – em 2015, houve redução de 1 p.p. do PIB em relação ao ano anterior, e as previsões do *Boletim Focus* do BCB indicam nova redução em 2016 que pode chegar a 2 p.p. Neste processo, o

crescimento do PIB *per capita*, que fora de 1,9% a.a. entre 2010 e 2014, reduziu-se para -4,6% a.a. em 2015-2016, e a inflação passou de 6,7% a.a. para 9,2% a.a.¹⁴

Ainda que a reversão atual do *deficit* esteja ocorrendo de forma menos traumática que em episódios anteriores, sem crise cambial e sem dificuldades para financiar o *deficit* corrente ou mesmo para refinarciar as dívidas anteriores, os acontecimentos recentes trazem novamente à tona as preocupações com a questão da vulnerabilidade externa do país, problema crônico na história do país e que sempre atuou como uma das principais restrições ao crescimento sustentado da economia.

Após uma digressão sobre o comportamento histórico do saldo em TCs (seção 2) e de uma breve revisão da literatura teórica e empírica sobre o tema (seção 3), este trabalho apresentou um conjunto de variáveis usualmente utilizadas na literatura como indicadores de vulnerabilidade externa (seção 4) – mais precisamente, indicadores que ajudem a identificar em que medida o país corre o risco de enfrentar dificuldades de financiamento do balanço de pagamentos, redundando na necessidade de reversão do *deficit* em TCs ou, em uma situação mais extrema, em uma crise cambial. Os indicadores são divididos em três grupos: *i*) os relacionados ao tamanho e à composição do passivo externo do país; *ii*) os relacionados ao tamanho relativo e ao ritmo de crescimento dos fluxos do balanço de pagamentos, ou seja, aos principais componentes que determinam a situação do balanço de pagamentos em cada momento; e *iii*) os relacionados à situação macroeconômica do país e que têm impacto sobre a evolução das contas externas, seja pela via das transações comerciais, seja pela dos fluxos de capital.

A análise dos indicadores revela que o país encontra-se, hoje, em uma situação razoavelmente confortável com relação à vulnerabilidade externa, especialmente em virtude da acumulação de um grande volume de reservas internacionais e de um perfil mais favorável do financiamento externo, o qual se deu principalmente na forma de IEDs. Além disso, o país tem demonstrado grande capacidade de se financiar, não havendo indícios de dificuldades na rolagem da dívida externa. Para isso contribuem, certamente, um cenário de liquidez internacional ainda abundante e o regime de câmbio flutuante, o qual amortece os impactos de choques externos. Em linhas gerais, pode-se

14. Dados de 2016 são projeções do *Boletim Focus* do BCB, publicação de 11 de março de 2016. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/readout.asp>>.

afirmar que, ao longo dos últimos dez ou quinze anos, o país aumentou sua resiliência a choques externos, principalmente por meio da “contratação de um seguro” contra crises, a acumulação de reservas. O perfil do passivo externo, com baixa proporção de dívida de curto prazo e grande participação de investimentos diretos, por sua vez, colabora para reduzir a exposição a choques externos – sendo exemplos, um aumento das taxas de juros internacionais ou uma “parada súbita” dos fluxos de crédito externo.¹⁵

No que tange aos indicadores de fluxos do balanço de pagamentos, os que se mostram mais preocupantes são aqueles relacionados à balança comercial e, mais especificamente, às exportações. Os motivos são diversos, entre os quais: *i*) sua participação no PIB é ainda muito baixa; *ii*) seu ritmo de crescimento tem sido fraco ao longo dos últimos dez anos, bem abaixo da média histórica; e *iii*) o crescimento neste período deveu-se exclusivamente aos produtos básicos, havendo virtual estagnação das exportações de manufaturados. Em consequência disso, e também por conta da expansão das importações, a razão de *quantum* se reduziu de forma consistente entre meados da década passada e 2015 – em outros termos, o saldo comercial real do país sofreu grande redução neste período. Até 2011, parte da queda da razão de *quantum* foi compensada por um significativo ganho de termos de troca, mas o quadro mudou radicalmente desde então, com o país tendo acumulado uma perda de termos de troca de cerca de 25% entre meados de 2012 e o final de 2015. Cabe destacar também a situação da balança de serviços, que é historicamente deficitária, mas cujo *deficit* apresentou tendência de elevação expressiva nos últimos dez anos, especialmente em função do rápido crescimento das importações.

Por fim, entre os indicadores macroeconômicos, os que se revelam mais problemáticos são: *i*) a taxa de câmbio real, não apenas em função de seu comportamento nos últimos anos, marcado por forte e prolongado movimento de apreciação, mas também por sua tendência histórica, caracterizada pela alternância de períodos de câmbio real muito valorizado com períodos de forte depreciação; *ii*) o grau de abertura da economia, que não mostrou qualquer tendência de aumento nos últimos anos e permanece muito baixo se comparado aos padrões internacionais; e *iii*) a poupança doméstica, historicamente baixa e com trajetória de queda nos últimos anos. Na

15. Reduziu-se, portanto, o grau de vulnerabilidade no conceito proposto por Essers (2013), em que vulnerabilidade = probabilidade de choques x (exposição – resiliência).

verdade, há indícios de que a absorção de poupança externa que ocorreu no período foi utilizada majoritariamente apenas para substituir a poupança doméstica – em outras palavras, para financiar um aumento de consumo doméstico, público e privado, e não para financiar uma taxa maior de investimento.

Diante desse quadro, fica claro que o país tornou-se menos vulnerável a crises cambiais ao longo dos últimos anos, mas não foi capaz de modificar o seu padrão histórico, marcado por ciclos de grande elevação e posterior reversão do *deficit* em TCs, com os períodos de reversão sendo caracterizados por elevados custos macroeconômicos – recessão, aceleração da inflação e grande desvalorização cambial. A queda acumulada do PIB no biênio 2015-2016 deve ser da ordem de 7%, se confirmadas as projeções atuais do mercado para o ano corrente; a taxa de câmbio sofreu forte desvalorização, passando de R\$ 2,20/US\$, em meados de 2014, para níveis próximos de R\$ 4,00/US\$, no início de 2016; e a inflação alcançou 10,67% em 2015, a mais elevada desde 2002 – não por acaso, em um momento em que o país enfrentava também um movimento de ajuste externo.

Portanto, o conforto propiciado por elevadas reservas internacionais e por um passivo externo com perfil mais seguro é apenas um passo na direção correta, mas o trabalho mais difícil ainda está para ser feito, tendo em vista o objetivo de mitigar a vulnerabilidade externa de maneira mais perene, o que significa controlar os ciclos de expansão e retração do saldo em TCs, tornando sua trajetória mais equilibrada e compatível com a sustentação de uma taxa de crescimento razoável do PIB no médio e no longo prazos. Neste sentido, é fundamental que se desenvolvam esforços para a correta identificação e do entendimento dos fatores que condicionam e determinam o comportamento do *deficit* em TCs.

REFERÊNCIAS

ABIAD, A. **Early warning systems**: a survey and a regime-switching approach. International Monetary Fund, 2003. (Working Papers, n. 3/32).

ADLER, G.; SOSA, S. **External conditions and debt sustainability in Latin America**. International Monetary Fund, 2013. (Working Paper, n. 13/27).

BLUEDORN, J.; LEIGH, D. Revisiting the twin deficits hypothesis: the effect of fiscal consolidation on the current account. **Economic Review**, n. 59, p. 582-602, 2011.

BRASIL. Ministérios das Relações Exteriores. **Tratado de criação do Acordo Contingente de Reservas dos BRICS**. Fortaleza: MRE, 2014. Disponível em: <<http://brics6.itamaraty.gov.br/images/ACR%20portugues.pdf>>.

CABALLERO, R.; CALDERÓN C.; CÉSPEDES, L. F. (Ed.). **External vulnerability and preventive policies**. Santiago: Banco Central de Chile, 2006.

EDWARDS, S. **Thirty years of current account imbalances, current account reversals and sudden stops**. Massachusetts: NBER, 2004. (NBER Working Paper Series, n. 10276).

ESSERS, D. Developing country vulnerability in light of the global financial crises: shock therapy? **Review of Development Finance**, v. 3, p. 61-83, 2013.

FGV – FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS. Carta do IBRE. **Revista Conjuntura Econômica**, nov. 2013.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Assessing sustainability**. 2002. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.pdf>>.

_____. **The external balance assessment (EBA) methodology**. International Monetary Fund, 2013. (Working Paper, n. 13/272).

FRANKEL, J. A.; SARAVÉLOS, G. **Can leading indicator assess country vulnerability?** Evidence from the 2008-09 global financial crises. Massachusetts: Harvard Kennedy School, 2011. (Research Working Paper). Disponível em: <https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/5027952/RWP11-024_Frankel.pdf?sequence=1>.

HAWKINS, J.; CLAU, M. **Measuring potential vulnerabilities in emerging market economies**. Bank for International Settlements, 2000. (BIS Working Papers, n. 91).

HOEKMAN, B. **The global trade slowdown: a new normal?** London: CEPR, 2015.

KAMINSKY, G.; LIZONDO, S.; REINHART, C. Leading indicators of currency crises. **Palgrave Mcmillan Journals**, v. 45, n. 1, 1998.

LOAYZA, N. V.; RADDATZ, C. The structural determinants of external vulnerability. **The World Bank Economic Review**, v. 21, n. 3, p. 359-387, 2007.

MILESI-FERRETI, G. M.; RAZIN, A. **Sustainability of persistent current account deficits**. Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 1996. (NBER Working Paper Series, n. 5467).

_____. Current account reversals and currency crises: empirical regularities. *In*: KRUGMAN, P. (Ed.). **Currency crises**. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

OBSTFELD, M. **Does the current account still matter?** Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2012. (Working Paper, n. 17877).

REISEN, H. **Sustainable and excessive current account deficits**. Helsinki: The United Nations University, 1998. (Wider Working Paper, n. 133).

TAYLOR, A. M. **External imbalances and financial crises**. EUA: National Bureau of Economic Research, 2012. (NBER Working Paper, n. 18606).

SUMMERS L. Reflections on the 'New Secular Stagnation Hypothesis'. *In*: TEULINGS, C.; BALDWIN, R. **Secular stagnation: facts, causes and cures**. London: Centre for Economic Policy Research, 2014.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

DE MELLO, L.; PADOAN, P. C. **Global imbalances: lessons from historical reversals**. VOX CEPR's Policy Portal, Aug. 2010a.

_____. **Are global imbalances sustainable: post-crisis scenarios**. OECD Economics Department, 2010b. (Working Papers No. 795).

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Where are commodity exporters headed?** Output growth in the aftermath of the commodity boom. World Economic Outlook, Oct. 2015.

LOSER, C. M. **External debt sustainability: guidelines for low- and middle income countries**. United Nations, 2004. (G-24 Discussion Paper Series).

MILESI-FERRETI, G. M.; RAZIN, A. **Sharp reductions in current account deficits: an empirical analysis**. Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 1997. (NBER Working Paper, n. 6310).

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Andrea Bossle de Abreu

Revisão

Camilla de Miranda Mariath Gomes

Carlos Eduardo Gonçalves de Melo

Elaine Oliveira Couto

Laura Vianna Vasconcellos

Luciana Nogueira Duarte

Mariana Silva de Lima

Vivian Barros Volotão

Bianca Ramos Fonseca de Sousa (estagiária)

Thais da Conceição Santos Alves (estagiária)

Editoração

Aeromilson Mesquita

Aline Cristine Torres da Silva Martins

Carlos Henrique Santos Vianna

Glaucia Soares Nascimento (estagiária)

Vânia Guimarães Maciel (estagiária)

Capa

Luís Cláudio Cardoso da Silva

Projeto Gráfico

Renato Rodrigues Bueno

The manuscripts in languages other than Portuguese published herein have not been proofread.

Livraria Ipea

SBS – Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES, Térreo.

70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 2026-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Missão do Ipea

Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.



ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

MINISTÉRIO DO
**PLANEJAMENTO,
DESENVOLVIMENTO E GESTÃO**

