

Gentil, Denise Lobato; Araújo, Victor Leonardo de

**Working Paper**

## Dívida pública e passivo externo: Onde está a ameaça?

Texto para Discussão, No. 1768

**Provided in Cooperation with:**

Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

*Suggested Citation:* Gentil, Denise Lobato; Araújo, Victor Leonardo de (2012) : Dívida pública e passivo externo: Onde está a ameaça?, Texto para Discussão, No. 1768, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/91236>

**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.*

# 1768

TEXTO PARA DISCUSSÃO

## DÍVIDA PÚBLICA E PASSIVO EXTERNO: ONDE ESTÁ A AMEAÇA?

Denise Lobato Gentil  
Victor Leonardo de Araújo

### **DÍVIDA PÚBLICA E PASSIVO EXTERNO: ONDE ESTÁ A AMEAÇA?\***

Denise Lobato Gentil\*\*  
Victor Leonardo de Araújo\*\*\*

---

\* Artigo submetido e aceito para o 39º Encontro Nacional de Economia da Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia (ANPEC).

\*\* Professora do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). Endereço eletrônico: denisulg@uol.com.br.

\*\*\* Professor da Faculdade de Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF). Endereço eletrônico: victor\_araujo@terra.com.br.

## Governo Federal

**Secretaria de Assuntos Estratégicos da  
Presidência da República**  
Ministro Wellington Moreira Franco

**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, 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**

Marcelo Cortes Neri

### **Diretor de Desenvolvimento Institucional**

Geová Parente Farias

### **Diretora de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais**

Luciana Acioly da Silva

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

Alexandre de Ávila Gomide

### **Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas, Substituto**

Claudio Roberto Amitrano

### **Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais**

Francisco de Assis Costa

### **Diretor de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura**

Carlos Eduardo Fernandez da Silveira

### **Diretor de Estudos e Políticas Sociais**

Jorge Abrahão de Castro

### **Chefe de Gabinete**

Fabio de Sá e Silva

### **Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação, Substituto**

João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

## 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** 2012

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 do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

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

JEL: E62; F34

# SUMÁRIO

---

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO .....7

2 ENDIVIDAMENTO PÚBLICO: HÁ ALGUMA AMEAÇA NESTE *FRONT*? .....8

3 O PASSIVO EXTERNO: AMEAÇA REAL.....17

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....28

REFERÊNCIAS .....30

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR.....31



## SINOPSE

A partir de uma análise dos passivos em moeda doméstica e em moeda estrangeira, este trabalho procura investigar em que medida a trajetória e a composição das dívidas líquida e bruta do setor público, bem como do passivo externo bruto (PEB) e do passivo externo líquido (PEL), constituem obstáculos à continuidade da trajetória de crescimento do produto interno bruto (PIB) brasileiro. A conclusão é que, de modo diferente do que indica a maior parte das análises sobre economia brasileira, os indicadores fiscais são mais confortáveis que os indicadores externos. A dívida líquida do setor público (DLSP) tem descrito trajetória de queda, e sua composição hoje possui pouca exposição cambial. O crescimento da dívida bruta está mais associado ao financiamento do investimento público e de empresas estatais, embora a componente financeira decorrente da operacionalidade da política monetária ainda seja elevada. O setor externo, por sua vez, constitui ameaça maior. O PEL tem se expandido a despeito do maior acúmulo de ativos em moeda estrangeira, e a parcela de curto prazo já representa quase a metade do passivo total. A contrapartida é a deterioração da conta de serviços e rendas. A incapacidade da balança comercial em garantir a geração de superávits em transações correntes torna a economia brasileira dependente dos fluxos financeiros e, portanto, do acúmulo de mais passivo externo.

**Palavras-chaves:** dívida pública; passivo externo; economia brasileira.

## ABSTRACT<sup>i</sup>

This work aims to analyze if the trajectory and composition of net and gross, public debt and external liabilities can hinder the growth of Brazilian GDP. The work concludes that fiscal indicators are more comfortable than external indicators. The net public debt is falling and less linked to exchange rate variations; the gross public debt is rising but it finances more public investment and public enterprises than monetary policy's operations. External sector play a bigger menace: net external liabilities are growing although the recent external assets' accumulation; and the short run portion is growing too.

---

i. As versões em língua inglesa das sinopses (*abstracts*) desta coleção não são objeto de revisão pelo Editorial do Ipea. *The versions in English of the abstracts of this series have not been edited by Ipea's editorial department.*

The deficit in factor income is growing, and the trade balance is not capable to generate surplus in the current account. So, Brazilian economy is more dependent of financial flows, hence more dependent of external liabilities.

**Keywords:** public debt; external liabilities; Brazilian economy.



## 1 INTRODUÇÃO

A segunda metade da década de 2000, particularmente a partir de 2006, marcou um período de importantes mudanças no cenário nacional. Ainda que não seja possível afirmar com firmeza que a economia brasileira tenha abandonado o *finance-led growth regime*,<sup>1</sup> é possível identificar dinâmica macroeconômica um tanto quanto distinta dos anos anteriores, com a retomada do crescimento do produto interno bruto (PIB) e a redução da taxa de desemprego. A recuperação do poder de compra do salário mínimo e a ampliação dos programas de transferência de renda para as famílias constituiriam peças fundamentais neste processo, complementadas por cenário internacional favorável, composto pela expansão da demanda por *commodities* agrominerais e pelo aumento da liquidez internacional. Estimulada pelo crescimento do consumo agregado gerado pela política social e pela expansão do crédito, a taxa de investimento iniciou, então, uma fase de elevação – com destaque para o avanço do investimento público, notadamente das empresas estatais federais –, complementada pela ação das instituições federais de fomento.

Entretanto, alguns indicadores têm destacado incerteza no horizonte da economia brasileira. A manutenção de elevadas taxas de juros e da trajetória de valorização real da taxa de câmbio; o aumento do endividamento externo, agora tendo o setor privado como protagonista; e o aumento do assim chamado passivo externo – sobretudo, o de curto prazo – em velocidade superior ao acúmulo de ativos externos sugerem que o problema da crônica restrição externa foi apenas camuflado. No *front* interno, a continuidade do padrão de crescimento brasileiro baseado em políticas sociais e de valorização do salário mínimo, por sua vez, é costumeiramente posta em xeque em decorrência de suposta deterioração da situação fiscal. Dada a rigidez do regime de política macroeconômica em vigor no Brasil, conciliar o crescimento das operações de enxugamento de liquidez devido ao acúmulo de reservas – que ampliam os gastos com juros e pesam sobre a dívida pública – com a necessidade de manter políticas sociais distributivas e de financiamento dos investimentos públicos em ascensão constitui um verdadeiro quebra-cabeça. O suposto agravamento do quadro fiscal seria ainda intensificado pela maior

---

1. O regime *finance-led growth* tem como fatos estilizados a queda da participação do capital fixo produtivo no estoque de capital total, a taxa de lucro desconectada da taxa de acumulação, a queda da proporção do lucro macroeconômico destinada ao investimento e maior alocação em ativos financeiros da poupança. Ver, a este respeito, Bruno *et al.* (2011).

dependência do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) dos empréstimos do Tesouro Nacional. O resultado seria trajetória de suposto risco para a dívida – bruta e líquida – do setor público.

Dessa forma, este trabalho busca avaliar em que medida o acúmulo de passivos em moeda doméstica (na forma de dívida pública) e externa (na forma de dívida privada e também de investimentos externos) constituiriam obstáculos ao desenvolvimento brasileiro. A hipótese principal levantada por este estudo é que o padrão de crescimento da economia estaria produzindo um conforto apenas aparente e, por esta razão, transitório quanto à restrição externa. Por sua vez, os indicadores fiscais sugerem maior tranquilidade que a maioria dos analistas costumeiramente indica – em especial, se forem levadas em consideração a dinâmica e a composição do endividamento interno do setor público na última década.

Este trabalho está estruturado em quatro seções, incluindo a presente introdução. A trajetória e a composição do endividamento público são discutidos na seção 2, enquanto o passivo externo é abordado na seção 3. A seção 4 apresenta as considerações finais.

## **2 ENDIVIDAMENTO PÚBLICO: HÁ ALGUMA AMEAÇA NESTE *FRONT*?**

O panorama de redução da dívida pública parece bastante tranquilizador.<sup>2</sup> A tabela 1 revela a evolução da dívida líquida do setor público como percentual do PIB, no período 2001-2010.<sup>3</sup> É possível constatar que a trajetória da DLSP foi de queda acentuada, de 15,5 pontos percentuais (p.p.), tendo passado de 55,7%, em 2002, para 40,2% do PIB, em 2010. Não resta dúvida de que, observando-se apenas a evolução deste indicador, o cenário se apresenta muito superior ao da década de 1990.<sup>4</sup>

---

2. A despeito de indicadores mais saudáveis do ponto de vista fiscal, diversos autores argumentam que a política fiscal oferece riscos à continuidade do crescimento do PIB. Ver, a este respeito, Parnes e Goldfajn (2009), Delfim Netto (2009) e Bacha (2010).

3. A DLSP é resultado da diferença entre a dívida bruta e os ativos financeiros e abarca os valores do governo federal, dos estados e dos municípios, além do Banco Central do Brasil (BCB) e das estatais do setor produtivo. Este trabalho utilizará a série disponibilizada pelo BCB, com dados que excluem a Petróleo Brasileiro S/A (Petrobras). Desde maio de 2009, a Petrobras foi retirada das metas de superávit primário e seus resultados deixaram de integrar as estatísticas fiscais da dívida pública.

4. Para uma avaliação crítica da política fiscal e da dívida pública dos anos 1990 até 2002, ver Hermann (2002).

Esse movimento de redução da dívida refletiu, em grande parte, as contribuições do crescimento anual do PIB em fase em que a economia brasileira tem tido dinamismo diferenciado desde 2004. Foi também reflexo da manutenção de elevados superávits primários, sustentados até mesmo nos momentos de crise (como foi o resultado primário de -3,5% do PIB, em 2008) e nas fases iniciais de transição para a recuperação do crescimento (-2,1%, em 2009).

TABELA 1  
**Dívida líquida do setor público do PIB<sup>1</sup> (2001-2010)**  
(Em %)

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
50,2	55,7	53,4	48,7	47	46,3	44,1	37,4	42,8	40,2

Fonte: BCB e Gobetti e Schettini (2010).

Nota: <sup>1</sup>PIB valorizado pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Valores da dívida, exceto a Petrobras.

Até mesmo diante da redução desse indicador de endividamento, alguns autores têm chamado atenção para as transformações que ocorreram na estrutura patrimonial da dívida pública, assim como em sua dinâmica recente, de tal forma que é necessário avançar para além da constatação isolada e limitada deste indicador e observar com mais profundidade para avaliar se há ameaças no campo fiscal que possam ter importância no conjunto dos indicadores macroeconômicos atuais e futuros.

Ao contrário do comportamento de queda da DLSP, a dívida interna bruta do governo geral passou de 46,7% para 55,4% do PIB entre dezembro de 2001 e junho de 2010, aumento de 8,7 p.p. do PIB (Gobetti e Schettini, 2010). Cabe, então explicar o porquê deste crescimento e qual sua relevância. A resposta passa pela análise das fontes de pressão exercidas sobre este passivo, as quais possuem três naturezas distintas.

Primeiro, a que provém das captações de recursos destinados a fornecer empréstimos do Tesouro Nacional ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e a empresas estatais, que se acentuaram a partir de meados de 2008 e se transformaram em um dos mecanismos mais relevantes de reação aos impactos da crise financeira internacional, sobretudo no que se refere à sustentação dos investimentos da Petróleo Brasileiro S/A (Petrobras), empresa estratégica para uma nova etapa de desenvolvimento do país.

O segundo tipo de pressão é aquela que decorre das emissões de títulos com os objetivos de adquirir reservas internacionais e regular a liquidez da economia (operações compromissadas). De fato, os motivos citados anteriormente foram responsáveis pela dívida mobiliária expandir-se consideravelmente no período avaliado, tendo passado de R\$ 477,9 bilhões, em dezembro de 2001, para R\$ 731,8 bilhões, em 2003, e R\$ 1,6 trilhão, em dezembro de 2010, conforme a Série Histórica da Composição da DLSP disponibilizada pelo Banco Central do Brasil (BCB) (tabela 2).

TABELA 2  
**Dívida mobiliária federal (2003-2011)**  
 (Em R\$ bilhões)

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 <sup>1</sup>
731.858	810.264	979.662	1.093.495	1.224.871	1264.823	1.398.415	1.603.940	1.665.212

Fonte: BCB.  
 Nota: <sup>1</sup> Até maio de 2011.

As operações do Tesouro Nacional com o objetivo de conceder empréstimos subsidiados ao BNDES e a outras instituições financeiras oficiais, assim como as operações de aquisição de reservas anteriormente citadas, não expandem, entretanto, a DLSP, uma vez que implicam, simultaneamente, aumentos no ativo. Tais ativos são os créditos do Tesouro junto ao BNDES e as reservas internacionais.

Para se ter ideia desse processo, entre dezembro de 2001 e junho de 2010, os créditos do governo junto a instituições financeiras oficiais cresceram de 0,3% para 6,8% do PIB, enquanto os créditos externos vinculados às reservas internacionais se elevaram de 4,5% para 13,1% do PIB (Gobetti e Schettini, 2010). Assim, dado este acúmulo de ativos, o aumento da dívida mobiliária interna não pesou sobre o indicador da dívida líquida.

A tabela 3 apresenta expressiva evolução dos créditos mais importantes do governo geral. Além disso, é preciso considerar que a dívida externa se reduziu de forma compensatória, e a dívida interna atrelada ao dólar diminuiu significativamente. A partir de 2004, o governo adotou a estratégia de antecipar a quitação de débitos externos, acumular reservas internacionais e mudar o perfil de indexação da dívida interna.

**TABELA 3**  
**Créditos do governo (2006-2011)**  
(Em R\$ milhões)

	Créditos junto ao BNDES	Crédito junto às estatais	Reservas em moeda estrangeira
2006	9.953	20.041	-
2007	6.645	18.805	-
2008	35.454	18.977	190.929
2009	129.237	16.518	228.644
2010	236.723	15.274	276.148
2011 <sup>1</sup>	241.561	14.430	327.025

Fonte: BCB.

Nota: <sup>1</sup> Até maio de 2011.

Desse modo, desde setembro de 2006 até os dias de hoje,<sup>5</sup> a dívida externa líquida tem se tornado crescentemente negativa – isto é, o valor dos ativos externos supera os passivos. Em dezembro de 2001, a dívida externa líquida do setor público brasileiro era de R\$ 125,2 bilhões. Em dezembro de 2010, estava negativa em R\$ 359,7 bilhões; em maio de 2011, negativa em R\$ 414,9 bilhões.<sup>6</sup> A tabela 4 demonstra a evolução de queda da DLSP, a partir de 2004, e a contribuição que tem dado para a redução da dívida líquida total.

**TABELA 4**  
**Dívida externa líquida do setor público (2001-2010)<sup>1</sup>**

Ano	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 <sup>2</sup>
Em R\$ milhões	125.162	231.744	189.728	153.229	67.906	(27.816)	(198.360)	(332.440)	(292.532)	(359.692)	(414.951)
Em % PIB <sup>3</sup>	4,60	15,70	11,16	7,89	3,16	(1,17)	(7,45)	(11,00)	(9,20)	(9,80)	(10,80)

Fonte: BCB. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COMPDLSP>>.

Notas: <sup>1</sup> De 2001 a 2010, posição de dezembro.

<sup>2</sup> Para 2011, posição de maio.

<sup>3</sup> PIB acumulado em doze meses em valores correntes.

Por sua vez, apenas 0,5% dos títulos públicos federais estava indexado ao câmbio em dezembro de 2010; no mesmo mês, em 2002, este percentual era de 33,5%. Há, portanto, mudança radical na composição dos indexadores da dívida interna, reduzindo de forma significativa sua exposição às flutuações cambiais.

5. O último dado de dívida externa líquida captado por este trabalho foi o de maio de 2011.

6. Conforme Banco Central, Série Histórica da Dívida Líquida do Setor Público, vários exercícios.

Por esses motivos, a DLSP – que consolida ativos e passivos, internos e externos, medida em percentual do PIB – passou por trajetória de redução e mudança em sua estrutura e seu dinamismo desde 2003 até 2010. A transformação da dívida externa em dívida interna e a quase eliminação da indexação ao câmbio reduziram consideravelmente a exposição do orçamento público aos choques externos. Além disso, o acúmulo de reservas internacionais criou maior proteção para enfrentar as crises cambiais. A dinâmica da dívida pública está hoje, portanto, ancorada aos mecanismos internos das políticas monetária, cambial e fiscal; logo, sob controle do Tesouro e do BCB. Esta é uma realidade substancialmente diferente de períodos históricos anteriores, em que o endividamento externo e as relações de intensas aberturas comercial e financeira com o resto do mundo constroem a política de gestão de dívida pública e barravam a sustentabilidade do crescimento.

Cada parcela que compõe a dívida mobiliária tem impactos diferentes na economia no que diz respeito à sua capacidade de influenciar a demanda agregada, elevar a capacidade produtiva e reduzir o desemprego.

A parcela da dívida pública interna que se expandiu em decorrência de empréstimos ao BNDES e a empresas estatais – e que, portanto, serviu ao financiamento de empreendimentos produtivos – proporcionará a criação de cenário de menor incerteza e maior atração para a ação dos agentes privados, com capacidade de influenciar a demanda agregada, elevar os níveis de investimento e emprego e mobilizar recursos que, em parte, se converterão em arrecadação de impostos. A dívida pública transforma-se, assim, em poderoso instrumento de alavanca fiscal, determinando o ritmo dos investimentos por intermédio da intervenção planejada do Estado e a geração de receitas para financiar-se.

Não há dúvida de que a manutenção de determinados ativos acarreta custo fiscal para a sociedade, na medida em que sua remuneração é, em geral, mais baixa que a dos títulos públicos cuja emissão lhes corresponderam. O diferencial entre a – elevada – taxa de juros das emissões de títulos federais para captação dos recursos destinados a instituições financeiras oficiais e a taxa de retorno – mais baixa – pela qual o BNDES e os demais bancos oficiais vão remunerar o Tesouro acaba por gerar passivo. Da mesma forma, há também custo fiscal associado ao diferencial de juros obtidos das aplicações

das reservas internacionais – muito baixos – e ao de juros – elevados – a serem pagos pelo Tesouro dos títulos que lhes servem de contrapartida.<sup>7</sup>

Tais custos já foram objeto de mensuração por alguns estudos do BNDES e pelo próprio BCB – este, no caso do custo de manutenção de reservas.<sup>8</sup> Entretanto, se os custos já foram razoavelmente mensurados, isto não se pode dizer com relação aos benefícios. Seria preciso medir o impacto do dinamismo que geram na economia as operações de financiamento de investimentos privados e consumo das famílias realizadas por meio de bancos públicos, pois estas poderão não apenas compensar, mas também superar – em termos de efeito multiplicador sobre a renda e a arrecadação de tributos – aquilo que se calcula como custo de diferencial de juros.<sup>9</sup>

Alguns analistas têm avaliado que a ampliação do crédito junto a instituições financeiras oficiais é parte não apenas de intervenção estatal de enfrentamento da instabilidade cíclica, mas também de estratégia que objetiva criar no Brasil – via BNDES – grandes empresas nacionais, estatais e privadas, com poder de inserção no mercado mundial. Este seria o caso da concentração de capitais em empresas nacionais no mercado de carnes, telefonia, celulose e petroquímica, alavancadas pelo BNDES.<sup>10</sup> Se esta estratégia é bem-sucedida ou não, o fato é que não seria novidade. A dívida pública e os bancos públicos têm sido, historicamente, utilizados pelas diversas nações como mecanismo de expansão econômica, acumulação de poder e fortalecimento da projeção dos países no plano regional e/ou internacional.

7. Como alertam Santos e Silva (2010), “grande parte dos ativos financeiros do setor público – notadamente recursos do FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador) e parte significativa dos recentes empréstimos ao BNDES – é remunerada à ‘Taxa de Juros de Longo Prazo’ (TJLP), que é significativamente menor do que a SELIC. E isto sem contar as reservas internacionais, que são remuneradas às taxas de juros internacionais hoje próximas de zero”.

8. Para se ter ideia da magnitude desse custo fiscal de manutenção das reservas internacionais, no quarto trimestre de 2009, representou R\$15,7 bilhões, conforme o *Balancete de demonstrações financeiras-contábeis* (BCB, 2009b). Gobetti e Schettini (2010) mencionam custo de R\$170 bilhões entre 2003 e 2009, utilizando como base os dados deste banco.

9. Pereira e Simões (2010) demonstravam que, após a eclosão da crise financeira no final de 2008, a manutenção do investimento a partir da ação de fomento do BNDES teria contribuído para preservar parte da arrecadação tributária federal e que, em cenário de racionamento do investimento, a perda de arrecadação poderia equivaler à totalidade do custo direto da operação.

10. As empresas beneficiadas seriam a Mafrig, a JBS, a Perdigão-Sadia (Brasil Foods), a Oi-BrT, a Votorantim-Aracruz (Fibra), a Odebrecht-Braskem, a MPX e a Petrobras. Para uma abordagem crítica desta estratégia, ver Tautz *et al.* (2010).

Essa percepção da dívida pública – como instrumento para fomentar o dinamismo econômico nos momentos de debilidade cíclica e, ao mesmo tempo, projetar uma nação na competição contra outros países – se encontra nas raízes das práticas capitalistas adotadas pelos ingleses desde o período de nascimento do capitalismo e, depois, pelos Estados Unidos e pelas demais nações europeias (Wright, 2008). Nem sempre funcionou de forma favorável para todos em todas as circunstâncias históricas. Cada nação tem encontrado uma resposta própria e cada caso tem suas especificidades. A grande questão é saber como utilizar a dívida pública sem transformá-la em mecanismo de risco gerador de distúrbios financeiros ou até mesmo de falência, empregando habilidade nos arranjos fiscal e monetário para a construção das finanças públicas favorecedoras do desenvolvimento.

Voltando ao caso do acúmulo de reservas internacionais, este é mecanismo essencial de proteção cambial contra choques externos e de gestão da cotação do câmbio. Como se pôde observar pelo impacto sobre a economia brasileira da mais recente crise externa, o valor em reais das reservas internacionais foi expandido em função da desvalorização cambial ocorrida no último trimestre de 2008. Este aumento das reservas ajudou a reduzir a DLSP de 44,1%, em 2007, para 37,4% do PIB, em 2008 – conforme se pode observar na tabela 1 –, e permitiu a adoção de medidas expansivas de enfrentamento da crise em reação sem paralelos nos últimos vinte anos. O acúmulo deste ativo, portanto, reduziu a fragilidade externa, evitou um choque perverso e levou a um movimento inverso aos que foram protagonizados nas crises de 1999 e do período 2002-2003, momentos em que houve explosão da dívida pública e a adoção de políticas econômicas fortemente restritivas e estagnacionistas. Portanto, calcular os benefícios que a estratégia de manutenção de reservas tem propiciado, a fim de confrontar com os custos fiscais, não é tarefa simples e objetiva, porque encerra forte conteúdo subjetivo em termos do que se preservou como decorrência da redução da instabilidade macroeconômica.

A composição da dívida pública, entretanto, não se esgota com as observações até este ponto levantadas – e, provavelmente, não se conclui com os argumentos deste estudo. Há, ainda, a parcela importante da dívida mobiliária que se expandiu em decorrência apropriação de juros nominais, fruto da operacionalização da política monetária mantenedora de taxas de juros permanentemente elevadas, nos marcos do regime de metas de inflação. Tratou-se anteriormente da expansão da dívida atribuída às políticas



creditícias e de acúmulo de reservas cambiais que impuseram custo fiscal aumentado, porque ativos e passivos não têm a mesma taxa de juros – e o diferencial de juros é ampliado pelas taxas elevadas dos títulos públicos. Portanto, esta parcela a ser tratada se refere à política monetária de controle da liquidez da economia.

Não será demasiado reforçar que a dinâmica da dívida líquida do setor público depende da taxa de juros implícita incidente sobre a DLSP. Esta taxa de juros, por seu turno, será tanto maior quanto:

*i)* maior for o diferencial entre a [taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia] SELIC e a [Taxa de Juros de Longo Prazo] TJLP; *ii)* maior for a participação das reservas internacionais nos ativos financeiros do setor público; *iii)* maior for a taxa SELIC dos anos imediatamente anteriores (uma vez que a dívida bruta é composta de diferentes safras de títulos emitidos em anos diferentes); e *iv)* maior for a razão entre a dívida bruta e a dívida líquida (Santos e Silva, 2010).<sup>11</sup>

Assim, as elevadas taxas básicas de juros SELIC produzidas pelo regime de metas de inflação têm gerado efeitos fiscais consideráveis. Tal política atua no sentido de reduzir a demanda agregada, na suposição da existência de descompasso entre oferta e demanda a cada vez que a previsão de inflação se afasta da meta estabelecida. O BCB atua no mercado aberto lançando títulos públicos para enxugar a liquidez da economia (operações compromissadas) quando a meta da taxa SELIC é elevada pelo Comitê de Política Monetária (Copom). É importante mencionar que as emissões de títulos utilizados pela autoridade monetária são, desde a implantação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), em 2000, atribuição do Tesouro. Portanto, cada lançamento de títulos com este fim impacta diretamente a dívida. Entretanto, conforme expõem com muita clareza Gobetti e Schettini,

---

11. Para uma avaliação da influência da estrutura patrimonial sobre a trajetória e o custo da dívida pública, ver Gobetti e Schettini (2010). Os autores utilizam modelo determinístico que endogeniza a taxa implícita para avaliar a sustentabilidade da dívida e o custo de determinadas estratégias de gestão patrimonial. Os autores concluem: “um resultado importante da análise empreendida é o de que a queda da dívida líquida deve ocorrer de forma mais lenta do que o usualmente projetado com base em modelos determinísticos com taxa de remuneração exógena. O aprofundamento ou a manutenção da atual estratégia de administração patrimonial possivelmente produzirá, na realidade, uma taxa de juros implícita crescente nos próximos anos. Isso (...) se materializa em um custo fiscal não desprezível no médio e longo prazo. Considerando a atual política de expansão dos ativos internos e externos como sendo dada, um custo fiscal menor torna-se compatível com os objetivos de política monetária apenas se as condições necessárias para queda na taxa que remunera os títulos do Tesouro forem criadas”.

do ponto de vista imediato ou estático, as operações compromissadas do BC não alteram o endividamento, porque sua elevação sempre tem como contrapartida o igual enxugamento da base monetária [passivo do BCB, embora sem custo]. Do ponto de vista dinâmico, entretanto, a substituição de um passivo como a base monetária, sobre o qual o governo não paga juros, por outro passivo mobiliário, remunerado pela taxa SELIC, impõe um custo para o Tesouro que nada tem a ver com a política fiscal (Gobetti e Schettini, 2010, p.25).

O custo é a apropriação dos juros. Além disso, o efeito de desaquecimento da economia provocado pela política de juros elevados é também idêntico ao de estímulo à retenção de ativos líquidos nas mãos dos agentes privados como meio de acumulação de riqueza, em detrimento do investimento gerador de produção, emprego e renda. A dívida transforma-se em instrumento de refúgio seguro e rentável dos afortunados e é, por isto, portadora de grandes desigualdades sociais. Como esta fração da dívida está longe de ser desprezível, pode-se dizer que a autoridade monetária persegue política inadequada aos objetivos de desenvolvimento e contraditória com relação às demais metas institucionais apresentadas pelo conjunto do governo.

Por fim, há de se considerar que a política de acúmulo de reservas cambiais – que provoca aumento de passivo, porque é financiada por dívida mobiliária interna de custo elevado, enquanto o ativo externo tem baixa rentabilidade – tem efeito adicional sobre o endividamento público de acordo flutuação do câmbio. Em fases de depreciação cambial, há redução do endividamento público, porque as reservas se valorizam, enquanto, nas fases de apreciação cambial, a dívida líquida se eleva, pois provoca desvalorização das reservas. Em 2008, por exemplo, quando o câmbio se depreciou em 32%, exerceu contribuição de 2,6 p.p. do PIB para a redução anual do endividamento líquido. Em 2009, com a rápida apreciação de 25,5% do câmbio, ocorreu impacto de 2,5 p.p. do PIB para o aumento da dívida líquida. Em 2010, a valorização cambial acumulada no ano foi de 4,3%, o que resultou em acréscimo de 0,5 p.p. do PIB na dívida líquida (BCB, 2009a).

Em conclusão, é imperativo constatar que o volume e a dinâmica da dívida pública brasileira estão diretamente relacionados com os efeitos da política monetária, cambial e de crédito do governo federal, tendo pouca ou nenhuma ligação com a política fiscal de gastos e receitas públicas. Ao contrário do que é apregoado pelo pensamento convencional, a política fiscal é geradora de elevados superávits primários, que permanecem acumulados na conta única do Tesouro, contribuindo para reduzir a DLSP.

O ciclo de alta da SELIC iniciou-se em abril de 2010, quando passou de 8,75% para 9,5% ao ano (a.a). Deste período até junho de 2011, esta taxa já subiu em 3,5 p.p. e, no primeiro semestre do governo de Dilma Rousseff, elevou-se por quatro vezes consecutivas, estando hoje em 12,25% a.a. – última reunião do Copom em junho de 2011 –, com perspectiva de novas altas.

Assim, como a dívida tende a expandir-se com os sucessivos aumentos da taxa básica de juros e a persistente valorização cambial, sua trajetória futura será de crescimento ou seu financiamento futuro deverá ser realizado por meio do aumento dos impostos e/ou da redução de investimentos e transferências sociais, dada a opção pelos regimes de metas de inflação e metas fiscais anuais de superávit primário para compensar os gastos financeiros crescentes com juros. A demanda agregada seria diretamente afetada, com efeitos adversos sobre o nível de produto e emprego. Em síntese, a manter-se o patamar de juros atuais e dada a atual composição de ativos e passivos, este desfecho apenas seria evitado se outros fatores exercerem influência contrária mais forte, sustentando o crescimento da economia.

E, nesse último sentido, é necessário considerar a hipótese de que a continuidade do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), a exploração do pré-sal, o programa habitacional para a população de baixa renda e os eventos internacionais que serão sediados pelo país (jogos olímpicos e Copa do Mundo) são altamente favorecedores da continuidade – e até mesmo do crescimento – da taxa de investimento da economia e, assim, elevam as chances de sustentação do crescimento no futuro. Resta saber se terão a profundidade e a qualidade essenciais para promover as necessárias transformações estruturais e se serão acompanhados das adequadas políticas monetária e cambial que reduzam o custo fiscal desta estratégia.

### **3 O PASSIVO EXTERNO: AMEAÇA REAL**

Uma vez analisados os riscos oferecidos pelo endividamento público interno à continuidade da trajetória de crescimento do PIB, convém analisar agora os riscos advindos do *front* externo. De forma análoga ao que foi realizado na seção anterior, a análise priorizará as variáveis que remetem aos estoques e, por isto, iniciar-se-á pelo passivo externo bruto (PEB) brasileiro. Definido como o total de débitos ou compromissos de um país

em moeda forte (Lacerda e Oliveira, 2009), este conceito considera não somente a dívida externa pública e privada, como também os investimentos estrangeiros – diretos e em carteira. Do ponto de vista analítico, o conceito permite visualizar as potenciais pressões que aqueles compromissos exercem sobre as reservas cambiais. Esta análise é importante porque constitui uma das dimensões por intermédio das quais é possível mensurar o grau de vulnerabilidade externa de uma economia. Este outro conceito, por sua vez, está associado à – baixa – capacidade de uma economia resistir a pressões, fatores desestabilizadores ou choques externos (Gonçalves, 2006, p. 36).

Os compromissos vincendos no curto prazo possuem maior potencial desestabilizador nos momentos de maior preferência pela liquidez em moeda forte. Disto decorre a importância de outro conceito, o de PEB de curto prazo, composto pela dívida de curto prazo e pelo investimento externo em portfólio. Os compromissos de longo prazo também exercem pressão sobre as reservas cambiais, só que em menor escala, e são potencialmente menos desestabilizadores.

Outro conceito útil é o de passivo externo líquido (PEL), definido subtraindo-se os ativos externos em moeda forte do PEB. Este conceito denota a capacidade dos compromissos externos serem saldados pela liquidação destes ativos; notadamente, as reservas internacionais. A tabela 4 apresenta os dados referentes ao passivo externo brasileiro de 2003 a 2010.

Como essas duas componentes (dívida e investimentos) possuem naturezas distintas, proceder-se-á análise em separado. Iniciar-se-á pela dívida externa.

### 3.1 Dívida externa

Entre dezembro de 2003 e dezembro de 2005, este item apresentava trajetória de queda, induzida essencialmente pela redução da dívida do setor privado, pela redução do estoque de dívida em poder da autoridade monetária – equivalente à quitação da dívida com o Fundo Monetário Internacional (FMI) – e, em menor escala, pela redução da dívida do governo geral. No ano seguinte, a dívida do governo geral é reduzida com maior intensidade, mas este movimento é mais que compensado pela retomada do endividamento externo do setor privado. A abundância de liquidez nos mercados financeiros internacionais teria criado as condições para a expansão das emissões privadas de dívida, bem como a dos empréstimos bancários.

TABELA 5  
Passivo externo brasileiro (dez./2003-dez./2010)

Discriminação	Dez./2003		Dez./2004		Dez./2005		Dez./2006		Dez./2007		Dez./2008		Dez./2009		Dez./2010	
	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%
Dívida externa	214.930	34,57	201.374	31,10	169.450	25,90	172.589	22,12	193.219	17,35	198.340	22,29	198.192	15,51	256.804	16,56
Curto prazo	20.194	3,25	18.743	2,89	18.776	2,87	20.323	2,60	38.901	3,49	36.444	4,10	30.972	2,42	57.307	3,70
Longo prazo	194.736	31,33	182.631	28,20	150.674	23,03	152.266	19,51	154.318	13,86	161.896	18,19	167.220	13,08	199.497	12,87
Governo geral (longo prazo) <sup>1</sup>	83.093	13,37	82.251	12,70	81.635	12,48	70.757	9,07	66.043	5,93	62.555	7,03	64.372	5,04	65.127	4,20
Autoridade monetária (longo prazo) <sup>1</sup>	28.850	4,64	25.394	3,92	301	0,05	157	0,02	14	0,00	10	0,00	4.513	0,35	4.446	0,29
Bancos	42.136	6,78	39.400	6,08	39.090	5,98	44.522	5,71	75.009	6,74	74.237	8,34	63.623	4,98	103.143	6,65
Curto prazo	17.995	2,89	17.780	2,75	17.959	2,75	19.072	2,44	38.184	3,43	34.943	3,93	28.497	2,23	51.079	3,29
Longo prazo	24.141	3,88	21.620	3,34	21.131	3,23	25.451	3,26	36.825	3,31	39.294	4,42	35.126	2,75	52.063	3,36
Outros setores	60.850	9,79	54.329	8,39	48.424	7,40	57.153	7,32	52.153	4,68	61.538	6,91	65.684	5,14	84.088	5,42
Curto prazo	2.199	0,35	963	0,15	817	0,12	1.245	0,16	694	0,06	1.484	0,17	2.475	0,19	6.228	0,40
Longo prazo	58.651	9,43	53.366	8,24	47.607	7,28	55.908	7,16	51.459	4,62	60.054	6,75	63.209	4,95	77.860	5,02
Estoque de investimentos externos	406.716	65,43	446.145	68,90	484.775	74,10	607.735	77,88	920.284	82,65	691.588	77,71	1.079.881	84,49	1.293.660	83,44
Investimento estrangeiro direto	132.818	21,37	161.259	24,90	181.344	27,72	220.621	28,27	309.668	27,81	287.697	32,33	400.808	31,36	472.579	30,48
Investimentos em carteira	166.095	26,72	184.758	28,53	232.352	35,52	303.583	38,90	509.648	45,77	287.533	32,31	561.848	43,96	656.284	42,33
Derivativos	125	0,02	320	0,05	219	0,03	445	0,06	1.771	0,16	2.450	0,28	3.413	0,27	3.781	0,24
Outros investimentos	107.678	17,32	99.809	15,41	70.859	10,83	83.087	10,65	99.197	8,91	113.908	12,80	113.813	8,91	161.016	10,39
PEB	621.646	100,00	647.520	100,00	654.225	100,00	780.324	100,00	1.113.503	100,00	889.928	100,00	1.278.073	100,00	1.550.464	100,00
Curto prazo	186.414	29,99	203.821	31,48	251.347	38,42	324.351	41,57	550.321	49,42	326.427	36,68	596.233	46,65	717.373	46,27
Longo prazo	435.232	70,01	443.699	68,52	402.878	61,58	455.974	58,43	563.182	50,58	563.501	63,32	681.840	53,35	833.091	53,73
Estoque de investimentos no exterior	84.927	63,27	95.601	64,36	114.383	68,01	153.035	64,07	192.403	51,62	214.191	52,50	240.798	50,24	304.529	51,34
Investimento direto brasileiro no exterior	54.892	40,90	69.196	46,59	79.259	47,13	113.925	47,69	139.886	37,53	155.668	38,16	164.523	34,32	180.949	30,51
Investimentos em carteira	6.950	5,18	9.353	6,30	10.834	6,44	14.429	6,04	19.515	5,24	14.910	3,65	16.519	3,45	21.303	3,59
Derivativos	81	0,06	109	0,07	119	0,07	113	0,05	142	0,04	609	0,15	426	0,09	293	0,05
Outros investimentos	23.004	17,14	16.943	11,41	24.171	14,37	24.567	10,28	32.859	8,82	43.003	10,54	59.331	12,38	101.984	17,20
Posição das reservas (conceito caixa)	49.296	36,73	52.935	35,64	53.799	31,99	85.839	35,93	180.334	48,38	193.783	47,50	238.520	49,76	288.575	48,66
Ativo externo	134.223	100,00	148.536	100,00	168.182	100,00	238.874	100,00	372.736	100,00	407.974	100,00	479.318	100,00	593.103	100,00
PEL	487.423		498.983		486.042		541.451		740.766		481.954		798.755		957.360	
PEB CP/PEB <sup>2</sup>	0,30		0,31		0,38		0,42		0,49		0,37		0,47		0,46	
PEB LP/PEB <sup>3</sup>	0,70		0,69		0,62		0,58		0,51		0,63		0,53		0,54	
PEB CP/reservas internacionais	3,78		3,85		4,67		3,78		3,05		1,68		2,50		2,49	

Fonte: BCB.

Elaboração dos autores.

Notas: <sup>1</sup> As posições de curto prazo nestas rubricas são próximas de 0.

<sup>2</sup> CP: curto prazo.

<sup>3</sup> LP: longo prazo.

TABELA 6  
**Composição da dívida externa brasileira (dez. 2003-dez. 2010)**  
 (Em %)

Composição da dívida externa	Dez. 2003	Dez. 2004	Dez. 2005	Dez. 2006	Dez. 2007	Dez. 2008	Dez. 2009	Dez. 2010
Governo geral	38,7	40,8	48,2	41,0	34,2	31,5	32,5	25,4
Curto prazo	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Longo prazo	38,7	40,8	48,2	41,0	34,2	31,5	32,5	25,4
Autoridade monetária	13,4	12,6	0,2	0,1	-	-	2,3	1,7
Curto prazo	-	-	-	-	-	-	-	-
Longo prazo	13,4	12,6	0,2	0,1	-	-	2,3	1,7
Bancos	19,6	19,6	23,1	25,8	38,8	37,4	32,1	40,2
Curto prazo	8,4	8,8	10,6	11,1	19,8	17,6	14,4	19,9
Longo prazo	11,2	10,7	12,5	14,7	19,1	19,8	17,7	20,3
Outros setores	28,3	27,0	28,6	33,1	27,0	31,0	33,1	32,7
Curto prazo	1,0	0,5	0,5	0,7	0,4	0,7	1,2	2,4
Longo prazo	27,3	26,5	28,1	32,4	26,6	30,3	31,9	30,3
<b>Total de curto prazo</b>	<b>9,4</b>	<b>9,3</b>	<b>11,1</b>	<b>11,8</b>	<b>20,1</b>	<b>18,4</b>	<b>15,6</b>	<b>22,3</b>
<b>Total de longo prazo</b>	<b>90,6</b>	<b>90,7</b>	<b>88,9</b>	<b>88,2</b>	<b>79,9</b>	<b>81,6</b>	<b>84,4</b>	<b>77,7</b>

Fonte: BCB.  
 Elaboração dos autores.

Essa conjuntura foi modificada a partir dos eventos que marcaram o último trimestre de 2008, mas a normalidade foi logo retomada, de modo que o biênio seguinte marcou um novo ciclo de expansão da dívida externa privada; notadamente, em 2010. A rápida recuperação da liquidez internacional a partir da política monetária frouxa implementada pelos países desenvolvidos, associada ao novo ciclo de elevação da taxa básica de juros pelo BCB a partir de 2010, teria induzido operações de arbitragem por parte do setor privado brasileiro, captando recursos no exterior na modalidade de empréstimos. Enquanto o setor produtivo utiliza estes recursos como substituição às fontes internas de financiamento,<sup>12</sup> o setor bancário emprega-os como *funding* para expansão de suas operações de crédito, captados a taxas mais favoráveis e sobre as quais impõem elevados *spreads*. Composta essencialmente por dívida do setor privado, a dívida externa brasileira assumiu, assim, dinâmica em parte colada à trajetória da taxa de juros doméstica, devido ao movimento descrito anteriormente – qual seja, de aumento da captação de recursos externos nos momentos de aperto da política monetária.

12. Não necessariamente de longo prazo para financiamento da formação bruta de capital fixo.

Com efeito, os bancos assumiram a primazia na composição da dívida externa, representando cerca de 40% do total. Também é notável a expansão da componente de curto prazo desta dívida, a qual atingiu, em dezembro de 2010, 22%, contra pouco mais de 9% em dezembro de 2003.

Apesar da trajetória de crescimento a taxas aceleradas, o endividamento externo tem reduzido sua participação no PEB brasileiro, atingindo pouco mais de 16%, em dezembro de 2010, contra 34% em 2003. Isto significa que a componente representada pelo estoque de investimentos externos tem crescido a taxas ainda mais elevadas – em especial, os assim chamados investimentos em carteira, que alcançaram 42% em 2010, e os investimentos diretos, cuja fatia foi de 30% (tabela 5). A próxima subseção discutirá a componente do passivo externo representada pelos investimentos.

### 3.2 Estoque de investimentos

O aumento da participação das duas componentes de investimentos estrangeiros (diretos e em carteira) no passivo externo sinaliza, por tautologia, que ambas crescem a velocidade superior à dívida. A natureza das duas modalidades é distinta. O investimento direto externo (IDE) possui natureza mais estável e, por isto, foi pouco afetado pela crise financeira de 2008 (tabela 5). Em geral, seu comportamento é explicado a partir de determinantes outros que não os ganhos de curto prazo (Carneiro, 2002). Por sua vez o investimento em carteira, este, sim, motivado por ganhos financeiros de curto prazo, constitui modalidade mais instável. De fato, a maior parte da redução do passivo externo brasileiro ocorrida em 2008 concentrou-se nesta modalidade (tabela 5). De forma análoga, a retomada da expansão do PEB ocorrida já a partir do ano seguinte também está essencialmente associada ao retorno do investimento externo em carteira: a redução das taxas de juros nos países desenvolvidos como resposta à crise financeira rapidamente recompôs o volume de liquidez internacional, garantindo a retomada de fluxos de capitais em portfólio para o Brasil.<sup>13</sup>

Por sua natureza volátil, o estoque de investimento em carteira pode ser considerado passivo de curto prazo. Somado à dívida de curto prazo, chega-se ao conceito de passivo externo bruto de curto prazo. Este conceito é útil porque mede a pressão

---

13. E para os países emergentes de modo geral. Ver Araujo e Gentil (2011).

exercida pelos compromissos vencidos no curto prazo sobre as reservas cambiais, com maior potencial gerador de instabilidade econômica. Conforme os dados da tabela 4 permitem visualizar, a parcela de curto prazo do PEB brasileiro tem apresentado tendência ascendente, interrompida com a crise financeira de 2008, mas retomada logo em seguida – e o investimento em carteira foi a componente que respondeu por este movimento. É importante notar que as componentes de curto prazo do PEB brasileiro foram as mais sensíveis à crise de 2008.

### 3.3 Passivo externo líquido

Como já foi afirmado anteriormente, ao deduzir-se do PEB o estoque de ativos brasileiros no exterior, chega-se ao conceito de passivo externo líquido. Os dados da tabela 5 apresentam relativa estabilidade do PEL entre 2003 e 2004, expansão no triênio seguinte, contração no ano da crise financeira (2008) e forte expansão no biênio 2009-2010. Entre os ativos externos, destacam-se a expansão do investimento direto de empresas brasileiras no exterior e o crescimento do estoque de reservas internacionais, iniciado a partir de 2006 e intensificado nos anos seguintes. Com efeito, os ativos do país no exterior aumentaram de US\$ 49 bilhões para US\$ 288 bilhões. Entretanto, estes números pujantes não foram capazes de impedir o crescimento do PEL de US\$ 487 bilhões, em 2003, para US\$ 957 bilhões em 2010.

Ademais, embora de bastante utilidade, o conceito de PEL ainda não capta perfeitamente as condições de solvência externa. Por definição, ativos acumulados no exterior por empresas privadas por aquisição de participações não possuem liquidez imediata e não podem ser utilizados para saldar compromissos de outros agentes privados – em especial, os de curto prazo. Neste sentido, a comparação relevante é entre o PEB e o estoque de reservas internacionais.

A política agressiva de composição das reservas internacionais implementada pelo BCB – notadamente, a partir de 2006 –<sup>14</sup> permitiu que a relação PEB de curto prazo/reservas internacionais caísse de forma expressiva entre 2005 e 2007. A fuga de capitais observada nos meses referentes à crise financeira explica a queda deste indicador em 2008.

---

14. Não se trata de política deliberada de acumulação de reservas com o intuito de reduzir a vulnerabilidade externa do país, mas, sim, de parte integrante de regime cambial de flutuação suja no qual a autoridade monetária intervém para impedir a excessiva volatilidade da taxa de câmbio nominal.



A continuidade da política de acúmulo de reservas internacionais a partir de 2009 não foi capaz de contra-arrestar o crescimento do PEB, de modo que o PEL tem crescido a taxas bastante aceleradas entre 2008 e 2010 (tabela 5). O acúmulo de obrigações essencialmente de curto prazo provocou deterioração do indicador PEB de curto prazo/reservas internacionais, ainda que este último permaneça em patamar inferior ao do pré-crise.

Dado o volume de reservas internacionais, que, em dezembro de 2010, totalizava US\$ 288 bilhões, esses indicadores de solvência dizem menos respeito à capacidade do país resistir a um ataque especulativo<sup>15</sup> e mais à volatilidade dos mercados financeiros domésticos, cujas dimensões ainda são diminutas quando comparadas às dos países desenvolvidos. Particularmente, a deterioração destes indicadores aponta para maior volatilidade da taxa de câmbio nominal nos momentos de reversão dos fluxos financeiros, bem como para uma maior volatilidade da taxa de juros nominal como provável resposta da política monetária sob a lógica do regime de metas de inflação.

Dada a composição desses estoques (dívida, investimento estrangeiro direto e investimento estrangeiro em carteira), cabe agora analisar os fluxos a estes associados. Enquanto o endividamento externo engendra fluxos de pagamentos de juros e amortizações, o investimento estrangeiro provoca saída de recursos sob a forma de remessas de lucros e dividendos. Estes fluxos compõem a chamada conta de rendas da balança de transações correntes do balanço de pagamentos.

### 3.4 Análise dos fluxos

A conta de rendas do balanço de pagamentos é cronicamente deficitária para o Brasil. Historicamente devedor líquido de credores internacionais, o pagamento de juros do estoque de dívida explicava o déficit desta conta até poucos anos atrás. A intensificação dos influxos de capitais externos sob a forma de investimentos diretos levou à expansão dos pagamentos na rubrica de remessa de lucros e dividendos, a qual responde atualmente pela maior parte do déficit de rendas. A tabela 7 apresenta a evolução da conta de transações correntes do balanço de pagamentos brasileiro.

---

15. Com volume de reservas bastante inferior (US\$ 206 bilhões), a economia brasileira foi capaz de resistir ao ataque especulativo associado à pior crise financeira desde a crise dos anos 1930. O custo foi a enorme volatilidade da taxa de câmbio nominal, que atingiu a cotação de R\$ 2,39/US\$1,00, em 20 de novembro de 2008.

TABELA 7  
**Transações correntes – Brasil (2003-2010)**  
 (Em US\$ milhões)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Transações correntes	4.177	11.679	13.985	13.643	1.551	-28.192	-24.302	-47.365
Balança comercial	24.794	33.641	44.703	46.457	40.032	24.836	25.290	20.221
Exportações	73.084	96.475	118.308	137.807	160.649	197.942	152.995	201.915
Importações	-48.290	-62.835	-73.606	-91.351	-120.617	-173.107	-127.705	-181.694
Balança de serviços e rendas	-23.483	-25.198	-34.276	-37.120	-42.510	-57.252	-52.930	-70.373
Serviços	-4.931	-4.678	-8.309	-9.640	-13.219	-16.690	-19.245	-30.807
Viagens internacionais	218	351	-858	-1.448	-3.258	-5.177	-5.594	-10.503
Aluguel de máquinas e equipamentos	-2.312	-2.166	-4.130	-4.887	-5.771	-7.808	-9.393	-13.752
Outros	-2.836	-2.862	-3.320	-3.306	-4.190	-3.704	-4.259	-6.552
Rendas	-18.552	-20.520	-25.967	-27.480	-29.291	-40.562	-33.684	-39.567
Juros	-13.020	-13.364	-13.496	-11.289	-7.305	-7.232	-9.069	-9.690
Lucros	-5.640	-7.338	-12.686	-16.369	-22.435	-33.875	-25.218	-30.375
Outros	109	181	214	177	448	545	603	498
Transferências unilaterais	2.867	3.236	3.558	4.306	4.029	4.224	3.338	2.788

Fonte: BCB.  
 Elaboração dos autores.

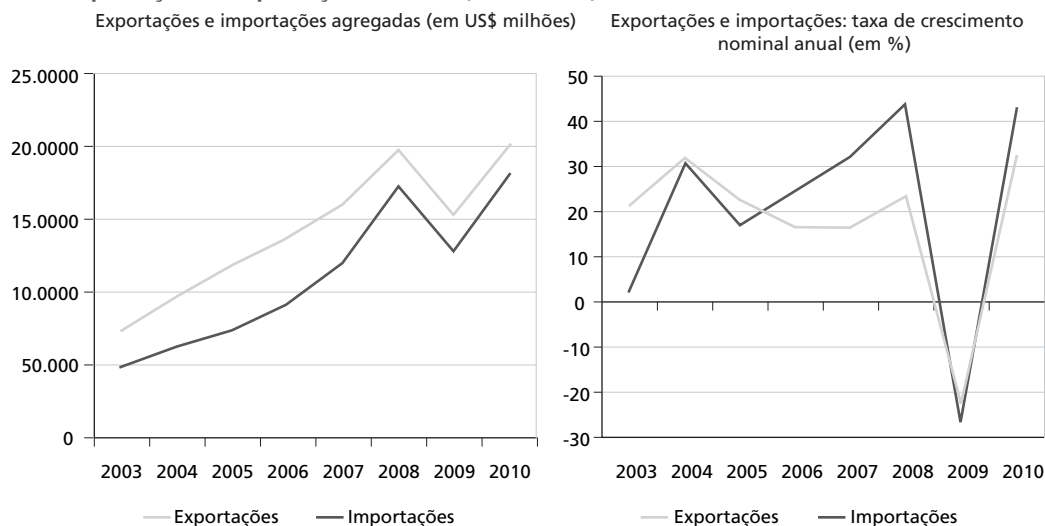
A reforçar o déficit da conta de rendas, o saldo da conta de serviços também tem se deteriorado, especialmente nos itens referentes a viagens internacionais e aluguel de máquinas e equipamentos. Trata-se de itens cuja dinâmica é mais fortemente vinculada aos movimentos internos da economia – em particular, à expansão da renda doméstica e à taxa de câmbio sobrevalorizada. A rubrica de aluguel de máquinas e equipamentos acaba por mascarar o superávit comercial, já que nesta são registradas operações envolvendo máquinas e equipamentos estrangeiros utilizadas na produção interna – notadamente, na atividade de extração de petróleo e gás natural (aluguel de plataformas) – e que, se adquiridas, configurariam operações de importação.

De todo modo, é de se notar que, desde 2007, a balança comercial brasileira tornou-se incapaz de gerar saldos suficientes para cobrir o déficit da balança de serviços e rendas, o que resultou em reversão dos superávits em transações correntes. A redução dos saldos comerciais a partir de 2008 explica parte deste movimento.<sup>16</sup> A desarticulação do

16. A outra parte consiste, obviamente, no aumento do déficit de rendas.

comércio internacional com a eclosão da crise financeira internacional explica certamente a queda drástica das exportações ocorrida nesse ano, mas não é suficiente para explicar a continuidade desta trajetória. Note-se que, já em 2010, as exportações brasileiras atingem o patamar pré-crise, sem que isto ocorra com o saldo comercial. A explicação é que as importações cresceram a taxas bem mais aceleradas nesse ano, como resultado do crescimento do PIB brasileiro, superior a 7%.

GRÁFICO 1  
Exportações e importações – Brasil (2003-2010)



Fonte: BCB.  
Elaboração dos autores.

Na balança comercial, reside o aspecto mais perverso da inserção externa brasileira. O desmonte de diversas cadeias produtivas nacionais, ocorrido ao longo da década de 1990 por ocasião das reformas de caráter liberalizante, tornou o sistema produtivo brasileiro mais dependente de importações de insumos produtivos, máquinas e equipamentos, o que se traduziu em acentuado aumento das importações nos períodos de intensificação do crescimento do PIB e da renda doméstica (Ferrari-Filho, Silva e Schatzmann, 2011, p. 32). Carneiro (2002) já havia demonstrado que o processo de abertura comercial ocorrido no Brasil durante os anos 1990, associado à valorização da taxa de câmbio real, teria resultado no aumento do coeficiente importado da indústria brasileira e reduzido o grau de integração entre as cadeias que foram preservadas. Atualmente, não há evidências de que este padrão tenha se modificado (Carneiro, 2010).

As *commodities* agrominerais, cujos preços são determinados nos mercados internacionais, têm aumentado suas participações na composição das exportações brasileiras em detrimento do setor industrial. A composição das exportações industriais, por sua vez, vem tornando-se menos especializada em manufaturas em detrimento dos semimanufaturados, em que se classifica a assim chamada agroindústria, ou indústria intensiva em recursos naturais (tabela 8). Entre os setores industriais de mais alta intensidade tecnológica, a componente importada é bastante elevada. Por exemplo, os setores produtores de bens de capital constituem, em grande parte, meras atividades de montagem – também chamadas de *maquilas*<sup>17</sup> (Carneiro, 2010). De igual modo, a indústria químico-farmacêutica opera no país com elevado coeficiente de importação – ou seja, a expansão destes setores, ainda que quando voltada para atender à demanda externa, ocorre com a expansão da demanda por divisas cambiais.

TABELA 8  
**Composição das exportações brasileiras por fator agregado (2002-2008)**  
 (Em %)  
 Exportações totais

Grupos/intensidade	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Produtos primários	20,36	21,12	21,01	21,58	23,16	25,32	29,45
Produtos industriais	77,91	77,19	77,45	76,58	74,94	72,80	68,08
Semimanufaturados	31,65	32,06	30,87	29,89	30,83	30,70	29,46
Manufaturas	46,26	45,13	46,59	46,68	44,11	42,11	38,62
Demais produtos	1,73	1,69	1,53	1,84	1,91	1,87	2,47
<b>Total brasileiro</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Exportações industriais							
Grupos/intensidade	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Produtos industriais	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Semimanufaturados	40,62	41,53	39,85	39,04	41,14	42,17	43,28
Manufaturas	59,38	58,47	60,15	60,96	58,86	57,83	56,72
Demais produtos	2,22	2,18	1,98	2,41	2,54	2,57	3,63

Fonte: Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex).  
 Elaboração dos autores.

17. Traduzido do espanhol, significa *maquiagem* – ou seja, estatísticas que aparentemente sugerem cenário benigno para o setor industrial, pela presença de indústrias de elevado conteúdo tecnológico, são, na verdade, maquiagem de meras montadoras que importam boa parte dos componentes.

A complementar o cenário já descrito, o aumento das importações de produtos manufaturados a taxas mais elevadas tem provocado significativas modificações na composição do saldo comercial brasileiro. Como pode ser visualizado por meio da tabela 9, o setor de manufaturas tornou-se deficitário desde 2007, com forte tendência à deterioração e ligeira piora do saldo de semimanufaturados, ao passo que o superávit em produtos primários tem aumentado com rapidez. A cristalização de processo conhecido como *especialização regressiva* contribui para a constituição de um quadro no qual a capacidade de geração de divisas por meio do comércio exterior de bens seja altamente dependente da trajetória dos preços das *commodities* agrominerais.

TABELA 9  
**Saldo comercial por fator agregado – Brasil (2003-2008)**  
(Em US\$ milhões)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Produtos primários	6.699	7.780	11.853	14.543	18.594	25.851
Semimanufaturados	13.225	16.492	20.444	23.649	22.839	18.059
Manufaturas	3.724	8.097	10.453	5.675	-4.357	-23.982
Demais produtos	1.229	1.473	2.179	2.597	2.953	4.818
<b>Total</b>	<b>24.878</b>	<b>33.842</b>	<b>44.929</b>	<b>46.465</b>	<b>40.028</b>	<b>24.746</b>

Fonte: Funcex.  
Elaboração dos autores.

Se a via do comércio exterior é incapaz de gerar divisas suficientes para o pagamento dos compromissos com o exterior sob a forma de importações e, ao mesmo tempo, remunerar o estoque de capitais externos na conta de rendas do balanço de pagamentos, a economia brasileira torna-se mais dependente dos recursos sob a forma de dívida e investimento externos. Isto aumenta ainda mais o passivo externo e realimenta todo o processo, uma vez que a obtenção de divisas por meio da atração de capitais externos na forma de dívida e investimentos implica mais remessas futuras de divisas cambiais para o exterior sob a forma de juros e lucros.

Isso constitui uma ameaça, uma vez que, quando a geração de divisas cambiais por meio da balança comercial é insuficiente para garantir a geração de superávits em transações correntes, as necessidades de financiamento desses déficits tornam a dinâmica da economia vulnerável também aos ciclos de liquidez internacional e tornam mais voláteis seus preços-chaves – notadamente, as taxas de câmbio e de juros –, com impactos sobre o nível de atividade.

O aumento do passivo externo e, portanto, das remessas futuras de juros, lucros e dividendos para o exterior sinalizam piora da vulnerabilidade externa estrutural, a qual parece ter sido mascarada pelo expressivo estoque de reservas internacionais (US\$ 288 bilhões em dezembro de 2010) e pela melhoria de alguns indicadores de solvência de curto prazo.<sup>18</sup> Entretanto, quando se considera a totalidade de compromissos de curto prazo, verifica-se que estes significam 2,5 vezes o estoque de reservas internacionais. Em outras palavras, qualquer reversão do atual ciclo de liquidez provocará ao menos grande volatilidade cambial, como a que foi vista entre setembro de 2008 e março de 2009, com impactos sobre a inflação, e, a considerar-se a forma por meio da qual o regime de metas de inflação é conduzido no Brasil, também se pode esperar volatilidade na taxa de juros e no produto.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise dos passivos em moeda doméstica e moeda estrangeira dos setores público e privado, em volume e composição, permite concluir que os desequilíbrios externos são mais preocupantes que os internos. A frase em epígrafe parece ser representativa da equivocada dimensão dada pela maior parte dos analistas<sup>19</sup> ao problema da dívida pública interna, quando o obstáculo maior ao crescimento e ao desenvolvimento econômicos brasileiros parece ser o passivo externo – este, sim, o desconforto mais importante.

A dívida pública revela mecanismo endógeno de sustentabilidade. Primeiro, porque é essencialmente interna; segundo, porque parte significativa está sendo tomada para patrocinar investimentos produtivos e acumular reservas internacionais. Eliminou-se, temporariamente, um dos fantasmas da dívida pública do passado – sua exposição às flutuações cambiais que decorriam dos choques externos adversos. A dinâmica da dívida pública está, hoje, ancorada aos mecanismos internos das políticas monetária, cambial e fiscal; portanto, sob controle do Tesouro e do BCB. Esta é uma realidade substancialmente diferente de períodos históricos anteriores.

---

18. Serrano e Summa (2011) mencionam, por exemplo, a relação entre o saldo em transações correntes e as exportações, e também a relação entre dívida externa de curto prazo e reservas internacionais.

19. À honrosa exceção de Filgueiras e Gonçalves (2007).

Permanece, entretanto, o forte mecanismo de alimentação da especulação financeira associada às elevadas taxas de juros de remuneração dos títulos públicos. Mas há um diferencial nestes novos tempos. A dívida tem revelado, muito mais acentuadamente que no passado, sua dupla dimensão: não apenas ser veículo de expansão da riqueza financeira sob a forma de títulos públicos, mas também contribuir à expansão econômica geradora de crescimento do consumo, emprego e renda. Esta última característica só se tornaria dominante se a política monetária fosse reestruturada e ajustada para atender às necessidades do desenvolvimento. Entretanto, neste ponto, reside o grande quebra-cabeça da política nacional.

Os desequilíbrios externos, por seu turno, parecem mais inquietantes. O acúmulo de passivos externos tem crescido com maior rapidez que o de ativos externos, inclusas as reservas internacionais, o que, por definição, significa o aumento do PEL. A composição deste passivo, eminentemente de curto prazo, deixa a economia brasileira ainda mais vulnerável e dependente do ciclo internacional de liquidez. A composição dos fluxos reforça a armadilha na qual a economia brasileira se encontra: os saldos comerciais não são capazes de garantir sequer a remuneração, sob a forma de juros e lucros, do capital estrangeiro que aporta no país, e a conta só fecha mediante a expansão do passivo, o que reforça a armadilha.

A redução dessa vulnerabilidade passa pela capacidade da economia brasileira de reequilibrar sua conta de transações correntes. Realizar isto por meio da balança comercial constitui tarefa difícil, dada a composição da pauta exportadora. Neste ponto, reside o segundo problema. Sem o resgate de uma política de desenvolvimento – que, por sua definição, implica a promoção de modificações na estrutura produtiva, que, por sua vez, produza reflexos na pauta exportadora brasileira –, o único meio de expandir os saldos comerciais é por intermédio da expansão contínua dos preços e da demanda internacional por *commodities*. Ocorre, porém, que até mesmo uma estratégia de desenvolvimento não poderá ser implementada sem a deterioração da própria balança comercial, dado o elevado conteúdo importado da produção industrial brasileira. Neste sentido, é recomendável que se tire proveito do atual ciclo de liquidez internacional para a promoção de políticas que sejam capazes de engendrar a modificação da estrutura produtiva brasileira, nos marcos de processo de substituição de importações, mas, desta vez, com redução das desigualdades sociais.

## REFERÊNCIAS

ARAÚJO, V. L.; GENTIL, D. L. Uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, n. 28, fev. 2011.

BACHA, E. **Além da tríade**: há como reduzir os juros? Rio de Janeiro: Iepe/CDG, 2010. (Texto para Discussão, n. 17).

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório Anual de 2009 e de vários exercícios. **Boletim do Banco Central**, Brasília, 2009a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2009/rel2009cap4p.pdf>>.

\_\_\_\_\_. **Balancete de demonstrações financeiras-contábeis**. Brasília, 2009b.

BRUNO, M. *et al.* *Finance-led Growth* regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. **Revista de economia política**, v. 31, n. 5, 2011. (Edição Especial).

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora UNESP, 2002.

\_\_\_\_\_. O desenvolvimento brasileiro pós-crise financeira: oportunidades e riscos. **Observatório da economia global**, 2010. (Textos Avulsos, n. 4). Disponível em <[http://www.centrocelsofurtado.org.br/adm/enviadas/doc/pt\\_00000122\\_20100825134137.pdf](http://www.centrocelsofurtado.org.br/adm/enviadas/doc/pt_00000122_20100825134137.pdf)>.

DELFIN NETTO, A. A agenda fiscal. *In*: GIAMBIAGI, F.; BARROS, O. **Brasil pós-crise**: agenda para a próxima década. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FERRARI-FILHO, F.; SILVA, G. T. F.; SCHATZMANN, S. Políticas comercial e cambial, vulnerabilidade externa e crescimento econômico: a experiência da economia brasileira a partir dos anos 1980. **Nova economia**, Belo Horizonte, v. 21, n. 1, p. 11-43, 2011.

FILGUEIRAS, L.; GONÇALVES, R. **A economia política do governo Lula**. Rio de Janeiro: Contraponto, 2007.

GOBETTI, S. W.; SCHETTINI, B. P. **Dívida líquida e dívida bruta**: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. Brasília: Ipea, dez. 2010. (Texto para Discussão, n. 1.514).

GONÇALVES, R. **Globalização e desnacionalização**. São Paulo: Paz e Terra, 2006.

HERMANN, J. **A macroeconomia da dívida pública**: notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002). Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2002. (Cadernos Adenauer III, n. 4 – Dilemas da Dívida).



LACERDA, A. C.; OLIVEIRA, A. S. Financiamento externo e instabilidade: uma abordagem pós-keynesiana sobre a economia brasileira do período 1999-2008. *In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA*, 2., 2009, Porto Alegre. **Anais...** Porto Alegre, 2009.

PARNES, B.; GOLDFAJN, I. Como reagir à crise: política fiscal. *In: BACHA, E. L.; GOLDFAJN, I. (Orgs.). Como reagir à crise? Políticas econômicas para o Brasil.* Rio de Janeiro: Imago, 2009.

PEREIRA, T. R.; SIMÕES, A. N. O papel do BNDES na alocação de recursos: avaliação do custo fiscal do empréstimo de R\$ 100 bilhões concedido pela União em 2009. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 33, jul. 2010.

SANTOS, C. H.; SILVA, A. C. M. **Um panorama macroeconômico das finanças públicas 2007-2010.** Brasília, Ipea, 2010. Mimeografado.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileiro dos anos 2000. **Observatório da economia global**, 2011. (Textos Avulsos, n. 6).

TAUTZ, C. *et al.* O BNDES e a reorganização do capitalismo brasileiro: um debate necessário. *In: MAGALHÃES, J. P. A. (Org.). Os anos Lula: contribuições para um balanço crítico*, 2003-2010. Rio de Janeiro: Garamond, 2010.

WRIGHT, R. **One nation under debt: Hamilton, Jefferson and the history of what we owe.** New York: McGraw-Hill, 2008.

#### BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

CARCANHOLO, M. D. (2010) Inserção externa e vulnerabilidade da economia brasileira no governo Lula. *In: MAGALHÃES, J. P. A. et al. Os anos Lula: contribuições para um balanço crítico 2003-2010.* Rio de Janeiro: GARAMOND.

SERRANO, F. A. economia americana, o padrão dólar flexível e a expansão mundial nos anos 2000. *In: FIORI, J. L.; MEDEIROS, C.; SERRANO, F. O mito do colapso do poder americano.* Rio de Janeiro: RECORD, 2008.

## **EDITORIAL**

### **Coordenação**

Cláudio Passos de Oliveira

### **Supervisão**

Everson da Silva Moura

Marco Aurélio Dias Pires

### **Revisão**

Andressa Vieira Bueno

Clícia Silveira Rodrigues

Hebert Rocha de Jesus

Idalina Barbara de Castro

Laeticia Jensen Eble

Leonardo Moreira de Souza

Luciana Dias

Olavo Mesquita de Carvalho

Reginaldo da Silva Domingos

Celma Tavares de Oliveira (estagiária)

Patrícia Firmina de Oliveira Figueiredo (estagiária)

### **Editoração eletrônica**

Aline Rodrigues Lima

Andrey Tomimatsu

Danilo Leite de Macedo Tavares

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Leonardo Hideki Higa

Daniella Silva Nogueira (estagiária)

### **Capa**

Luís Cláudio Cardoso da Silva

### **Projeto Gráfico**

Renato Rodrigues Bueno

### **Livraria do Ipea**

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

70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: [livraria@ipea.gov.br](mailto:livraria@ipea.gov.br)

## Missão do Ipea

Produzir, articular e disseminar conhecimento para aperfeiçoar as políticas públicas e contribuir para o planejamento do desenvolvimento brasileiro.

