

Comportamento do passivo externo líquido brasileiro entre 2001 e 2013: o papel dos fatores patrimoniais*

Fernando Maccari Lara**

Pesquisador da Fundação de Economia e Estatística,
Doutor em Economia pelo Instituto de Economia da
Universidade Federal do Rio de Janeiro e Professor da
Universidade do Vale do Rio dos Sinos

Resumo

O artigo analisa a influência dos fatores patrimoniais no comportamento do passivo externo líquido (PEL) brasileiro entre 2001 e 2013. Considera-se que a composição do passivo externo durante esse período foi tal que implicou a presença de fatores patrimoniais estabilizadores em momentos críticos, como durante a crise financeira de 2008. Junto com o expressivo acúmulo de reservas internacionais, essa característica tem sido importante para uma posição relativamente sólida da liquidez externa da economia brasileira frente às turbulências dos mercados financeiros internacionais.

Palavras-chave: passivo externo líquido; Brasil; fatores patrimoniais.

Abstract

The paper examines the Brazilian net external liabilities behavior between 2001 and 2013. The specific composition of net foreign liabilities over this period has determined a kind of stabilizing stock price effect at critical times as in the international financial crisis of 2008. This feature, along with the significant accumulation of international reserves, has been important for a strong external liquidity position of the Brazilian economy in the face of international financial markets turmoil.

Key words: net external liabilities; Brazil; stock price factors.

1 Introdução

A ocorrência de choques externos desfavoráveis sobre economias periféricas é um fenômeno que de-

pende predominantemente de fatores exógenos. Entretanto, o grau em que as diferentes economias são atingidas por tais choques está relacionado, em alguma medida, à sua capacidade de absorver o impacto por eles causado. Uma característica comum a muitas economias periféricas é o fato de que o estoque de passivos acumulados pelos residentes junto aos não residentes é maior do que o estoque de ativos acumulados nessas mesmas condições. Tal situação configura a existência de um passivo externo líquido (PEL) positivo, definido como a diferença entre o total dos passivos e ativos externos. O tamanho e a

* Artigo recebido 14 abr. 2014.
Revisor de Língua Portuguesa: Breno Camargo Serafini.

** E-mail: fernando@fee.tche.br
O autor agradece ao Economista Jonas Herzog, por discussões que deram origem a este artigo, além dos colegas do Núcleo de Estudos de Política Econômica da Fundação de Economia e Estatística e aos dois pareceristas anônimos desta revista.

composição do passivo externo líquido são dados importantes tanto para a avaliação a respeito da atratividade de uma nação para novos fluxos de capitais quanto para sua capacidade de absorver os impactos de eventos exógenos, que, por vezes, interrompem ou reverterem aqueles fluxos. Por essa razão, o comportamento do passivo externo líquido é um aspecto fundamental para a análise da vulnerabilidade externa das economias periféricas.¹

O Banco Central do Brasil divulga as informações relativas à Posição Internacional de Investimentos a partir de dezembro de 2001, em periodicidade trimestral, permitindo uma análise desagregada do passivo externo líquido brasileiro. A partir dessa base de informações, o objetivo do artigo é analisar as variações do passivo externo líquido da economia brasileira, ao longo do período compreendido entre o quarto trimestre de 2001 e o quarto trimestre de 2013. A contribuição do artigo é mostrar a evolução do passivo externo líquido enquanto variável de estoque, buscando separar analiticamente os movimentos derivados dos fluxos registrados no balanço de pagamentos (fatores de fluxo) e os movimentos derivados de alterações do valor em dólares dos estoques previamente acumulados (fatores patrimoniais).

O artigo está estruturado em seis seções, além desta **Introdução**. Na primeira seção, apresentam-se os aspectos gerais relativos ao que denominamos fatores de fluxo e fatores patrimoniais, apontando de que modo eles se aplicam à análise do passivo externo líquido. Na segunda seção, analisam-se os movimentos do passivo externo líquido brasileiro. Em seguida, na terceira seção, explicita-se o procedimento para obter os fatores patrimoniais associados ao passivo externo líquido. Na quarta seção, analisam-se os movimentos do passivo externo líquido em termos de fatores de fluxo e fatores patrimoniais. A partir da constatação de que, de modo geral, os fatores patrimoniais têm sido preponderantes na determinação das variações do passivo externo líquido no período analisado, estabelecem-se algumas hipóteses sobre os determinantes desse comportamento. Na quinta seção, avaliam-se as implicações das hipóteses formuladas visando compreender o estado da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Por fim, algumas **Considerações finais**.

¹ Para uma exposição mais abrangente sobre os critérios utilizados para essa análise, em termos de indicadores de liquidez e solvência, ver Lara (2012).

2 Fatores de fluxo e fatores patrimoniais: aspectos gerais

Antes de passar à análise das informações a respeito da economia brasileira, convém fazer algumas observações gerais a respeito da interação entre estoques e fluxos². Espera-se que, ao final desta seção, esteja suficientemente claro o significado dos fatores de fluxo e dos fatores patrimoniais que determinam as variações do passivo externo líquido.

Antes de tudo, é importante observar que uma variável de estoque diz respeito a um determinado ponto no tempo, enquanto uma variável de fluxo diz respeito a um determinado intervalo de tempo. Tratando-se do valor (k) de um determinado estoque de ativos em um dado momento do tempo, esse valor depende da quantidade do ativo em estoque (q) e do seu preço (p) naquele dado momento.

$$k = p \cdot q \quad (1)$$

Definido dessa forma, torna-se evidente que o valor do estoque (k) pode ser modificado entre dois momentos no tempo, por dois motivos diferentes:

- (a) Variações na quantidade estocada do ativo (Δq); e
- (b) Variações no preço do ativo (Δp).

A partir da expressão (1) podemos decompor³ uma variação absoluta do valor do estoque (Δk) em termos de dois componentes, conforme a expressão (2):

$$\Delta k = \underbrace{\Delta q \cdot p}_{\text{Fator de Fluxo}} + \underbrace{\Delta p (q + \Delta q)}_{\text{Fator Patrimonial}} \quad (2)$$

Se o preço do ativo estiver inalterado ($\Delta p = 0$), então as variações do valor do estoque somente podem ocorrer em função de uma alteração da quanti-

² A ausência de distinção clara entre variáveis de fluxos e variáveis de estoque é, com frequência, origem de equívocos na análise econômica. Em artigo de 1982, a economista Joan Robinson nar-ra uma conversa com Michal Kalecki em meados dos anos 30 do século passado, na qual o economista polonês teria dito ter descoberto o que era a economia: "a ciência da confusão entre fluxos e estoques" (ROBINSON, J. Shedding darkness: note. *Cambridge Journal of Economics*, London, v. 6, n. 3, p. 295-96, 1982).

³ $k + \Delta k = (q + \Delta q) \cdot (p + \Delta p)$
 $k + \Delta k = q \cdot p + q \cdot \Delta p + \Delta q \cdot p + \Delta q \cdot \Delta p$
 $(k - q \cdot p) + \Delta k = q \cdot \Delta p + \Delta q \cdot p + \Delta q \cdot \Delta p$
 $\Delta k = q \cdot \Delta p + \Delta q \cdot p + \Delta q \cdot \Delta p$

dade do ativo. Ao movimento determinado por variações de quantidade, daremos o nome de variações por fatores de fluxo.

Por outro lado, se a quantidade do ativo em estoque estiver inalterada ($\Delta q = 0$), o valor do estoque pode ser modificado pela variação do preço do ativo. Ao movimento determinado por variações de preços, daremos o nome de variações por fatores patrimoniais.

Essas observações gerais se aplicam ao comportamento do passivo externo líquido, que corresponde à diferença entre o valor em dólares do passivo externo bruto e o valor em dólares dos ativos externos. Tanto o ativo externo quanto o passivo externo estão sujeitos a variações decorrentes de fatores de fluxo e patrimoniais, de modo que o mesmo ocorre com o passivo externo líquido. Em outras palavras, as variações do passivo externo líquido resultam de combinações entre fatores de fluxo e patrimoniais (ambos associados tanto aos ativos quanto aos passivos externos).

Os fatores de fluxo associados aos movimentos do passivo externo líquido são derivados da contabilidade do balanço de pagamentos. As interações básicas entre os estoques de ativos e passivos externos e os fluxos registrados no balanço de pagamentos podem ser representadas de modo simplificado pelas expressões a seguir:

$$BP = MK + TC \quad (3)$$

A expressão (3) define o saldo do balanço de pagamentos (BP) como resultando do saldo em transações correntes (TC) e do saldo do movimento de capitais (MK).

$$D = P - A \quad (4)$$

A expressão (4) define o passivo externo líquido (D) como diferença entre o estoque de passivo externo (P) e o estoque de ativos externos (A). Considerando-se que o saldo do balanço de pagamentos corresponda à variação de reservas internacionais, sendo assim o fator de fluxo associado à variação do ativo externo ($BP = \Delta A$), e que o saldo do movimento de capitais seja o fator de fluxo associado à variação do passivo externo bruto ($MK = \Delta P$), temos portanto:

$$\Delta D = \Delta P - \Delta A = MK - BP = -TC \quad (5)$$

Desse modo, fica claro que o fator de fluxo associado às variações do estoque de passivo externo líquido é o saldo em transações correntes com sinal invertido ou, em outras palavras, o déficit em transações correntes. Dito isso, passemos a considerar os fatores patrimoniais que podem, ao lado do saldo em

transações correntes, também determinar variações do passivo externo líquido.

A premissa fundamental a considerar, para compreender a natureza desses fatores patrimoniais, é o fato de que o passivo externo líquido é uma variável de estoque cujo valor é denominado em dólares. Assim, as variações de preços que determinam variações do passivo externo líquido por fatores patrimoniais são as variações dos preços em dólares dos ativos e passivos externos.

Para explicitar esse ponto, Simonsen e Cysne (2007) mencionam como exemplo uma situação hipotética relativa ao estoque de reservas internacionais. Suponha-se que essas reservas sejam mantidas pela autoridade monetária de forma diversificada: parte em euros, parte em dólares. Nesse caso, o valor em dólares do estoque total de reservas seria alterado sempre que houvesse uma modificação da taxa de câmbio entre o euro e o dólar. A variação dessa taxa de câmbio implicaria mudança do valor em dólares da parte do estoque de reservas mantidas em euros. Teria ocorrido, nesse caso, uma alteração do valor do estoque de reservas por fatores patrimoniais decorrentes da variação da taxa de câmbio entre o euro e o dólar.

O mesmo princípio vale para os demais ativos e passivos externos que compõem o passivo externo líquido: sempre que um ativo ou passivo estiver denominado em uma unidade monetária diferente do dólar, a variação da taxa de câmbio entre essa unidade monetária e o dólar alteraria o preço do ativo ou passivo em dólares, configurando uma variação no valor do estoque derivada de fatores patrimoniais.

Além das variações patrimoniais em decorrência de variações das taxas de câmbio, há que se considerar ainda que muitos ativos e passivos externos sofrem oscilações em seus próprios preços. Essa possibilidade é bastante explícita no caso das ações. O valor do estoque de ativos e passivos externos sob a forma de ações oscila continuamente, em função do que ocorre nos mercados onde elas são transacionadas. Em certas situações, portanto, os fatores patrimoniais associados ao passivo externo líquido podem ser resultantes de uma combinação entre esses dois efeitos: variação dos preços dos próprios ativos e/ou passivos e variação de taxas de câmbio.

Em outro extremo, há situações em que os fatores patrimoniais do tipo que estamos discutindo simplesmente não existem, como no caso de um estoque de passivo externo acumulado na forma de um empréstimo feito por um residente com um banco não residente, com valor nominal fixo em dólares. Nesse ca-

so, não há variação de preço nem influência da variação da taxa nominal de câmbio sobre o estoque de passivo em dólares.⁴

Em síntese, a magnitude e importância dos fatores patrimoniais depende fundamentalmente do tipo de ativo e/ou passivo considerado e da unidade monetária em que está denominado. O passivo externo líquido, nosso objeto de análise, consiste em uma composição de diferentes tipos de ativos e passivos, que podem estar definidos em diferentes unidades monetárias. Assim, a magnitude e importância dos fatores patrimoniais associados às variações do passivo externo líquido dependem fundamentalmente da composição específica desse agregado a cada momento e das variações dos preços em dólares dos ativos e passivos incluídos na composição.

3 O passivo externo líquido do Brasil entre 2001 e 2013

Conforme observado anteriormente, é característica comum a muitas economias periféricas a existência de um passivo externo líquido positivo. De acordo com Simonsen e Cysne (2007), a razão entre o passivo externo líquido (D) e as exportações anuais (X) é um indicador quantitativo importante para a avaliação da atratividade de um país periférico com respeito aos fluxos internacionais de capitais. Medeiros e Serrano (2001) também atribuem importância central a esse indicador enquanto base para uma avaliação sobre as condições de solvência externa das economias periféricas. Quanto menor a razão (D/X), maior a capacidade do país analisado em gerar, via exportações, as divisas necessárias para cobrir serviços e amortizações associadas ao passivo externo previamente acumulado. Quanto menor esse indicador, portanto, maior seria a disposição dos investidores externos a financiar déficits em transações correntes registrados pela nação analisada.

Informações detalhadas sobre o passivo externo líquido do Brasil estão disponíveis somente a partir de

2001. A partir desse ponto, o Banco Central do Brasil começou a adotar a metodologia da quinta edição do Manual do Fundo Monetário Internacional (FMI), que prevê a contabilização e divulgação da posição internacional de investimentos (PII), ao lado do tradicional balanço de pagamentos (BP). O Gráfico 1 mostra que, no período 2001-06, houve uma tendência quase contínua de aumento do passivo externo líquido, porém menos intensa do que a tendência de crescimento das exportações, resultando em melhora quase contínua do indicador (D/X). Já no período 2007-13, é bastante visível que os movimentos do indicador de solvência externa passam a acompanhar bastante de perto as consideráveis oscilações do passivo externo líquido.

O Gráfico 1 mostra ainda que, a partir do segundo semestre de 2006, o passivo externo líquido começava a crescer mais rapidamente, na comparação com sua trajetória anterior. O crescimento se mantém até o segundo semestre de 2008, quando a economia brasileira viria a sentir os efeitos do auge da crise financeira norte-americana. Chama atenção, entretanto, que, no momento mais crítico do contágio da crise, o passivo externo líquido é fortemente reduzido, melhorando subitamente a posição de solvência. Já a partir do segundo semestre de 2009, o passivo externo líquido não só se recupera muito rapidamente, como também passa a crescer tão acentuadamente que viria a alcançar, em meados de 2011, um patamar correspondente a quase o dobro daquele registrado no imediato pré-crise. Depois de 2011, o passivo externo líquido passa a apresentar um comportamento cíclico, com tendência à redução.

A que se pode atribuir esses movimentos do passivo externo líquido e, por consequência, do indicador de solvência externa? Em primeiro lugar, podemos constatar que uma avaliação das variações do passivo externo líquido com base apenas na contabilidade do balanço de pagamentos (fatores de fluxo) implica resultados enganosos e mesmo paradoxais. Por exemplo, entre o primeiro trimestre de 2003 e o terceiro trimestre de 2007, a economia brasileira registrou um superávit acumulado em transações correntes de cerca de 47 bilhões de dólares. Do ponto de vista dos fluxos, esse resultado tenderia a reduzir o passivo externo líquido; entretanto, este mais do que dobrou ao longo do mesmo período, aumentando, em termos absolutos, cerca de 260 bilhões de dólares. Um movimento inverso e também aparentemente paradoxal tem sido observado no período mais recente. Entre o primeiro trimestre de 2011 e o quarto trimestre de 2013, o passivo externo líquido foi reduzido, em

⁴ Nesse caso, uma desvalorização cambial, por exemplo, teria como implicação uma elevação do estoque de dívida em termos de moeda doméstica. Evidentemente que tal movimento também teria suas implicações, e estas poderiam ser muito relevantes. Ao afirmar que não haveria fatores patrimoniais nesse caso, estamos apenas observando que a desvalorização não implicaria alteração do estoque em dólares, nosso objeto central de análise.

termos absolutos, no montante de cerca de 247 bilhões de dólares, ao mesmo tempo em que acumulou-se um déficit em transações correntes (completamente financiado por entrada de capitais) da ordem de 188 bilhões de dólares. Em ambos os casos, o movimento do passivo externo líquido se deu em sentido inverso ao que seria esperado com base no resultado das transações correntes do balanço de pagamentos.

O Gráfico 2 mostra, adicionalmente, que as variações trimestrais absolutas do passivo externo líquido são muito mais significativas do que os saldos em transações correntes.

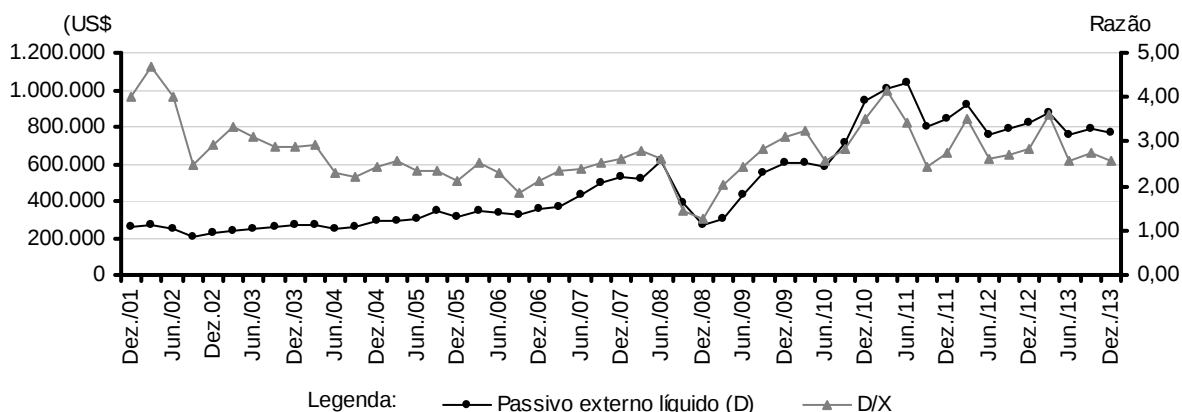
Fica claro, portanto, que o comportamento do passivo externo líquido ao longo desse período não

pode ser explicado apenas pelo balanço de pagamentos. As variações do passivo externo líquido são muito mais significativas e, por vezes, contraditórias com os resultados em transações correntes. De acordo com as definições que apresentamos na seção anterior, isso significa que os fatores de fluxo foram, no período considerado, bem menos relevantes do que os patrimoniais enquanto causas das variações do passivo externo líquido.

Na próxima seção, apresenta-se um método alternativo de organização das informações divulgadas pelo Banco Central do Brasil, que permite melhor avaliar a natureza e a influência dos fatores patrimoniais sobre as variações do passivo externo líquido.

Gráfico 1

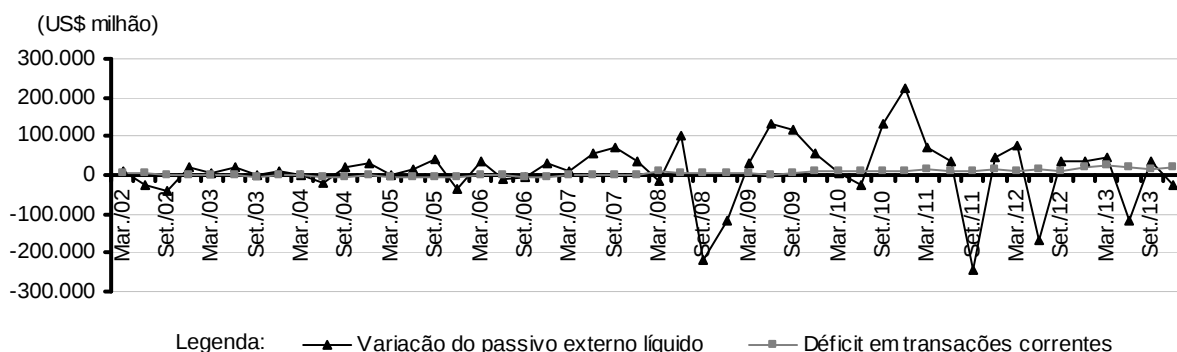
Passivo externo líquido e razão (D/X) entre passivo externo líquido e exportações, no Brasil — dez./01-dez./13



FONTE: Banco Central do Brasil.

Gráfico 2

Variação do passivo externo líquido e déficit em transações correntes no Brasil — mar./02-dez./13



FONTE: Banco Central do Brasil.

4 Obtendo os fatores patrimoniais a partir da contabilidade da PII e do BP

Mantidas as definições básicas (3) e (4), convém separar o ativo externo (A) em duas partes, conforme a expressão (6):

$$A = ARF + U \quad (6)$$

O ativo externo aparece, portanto, como resultado da soma entre o estoque de ativos externos reais e financeiros (ARF) e o estoque de reservas internacionais (U). Isso permite redefinir também o passivo externo líquido em termos de dois componentes:

$$D = (P - ARF) - U = DRF - U \quad (7)$$

O passivo externo líquido agora é representado como a diferença entre o estoque líquido de passivos reais e financeiros (DRF) e o estoque de reservas internacionais (U). A variação do passivo externo líquido corresponde à diferença entre as variações desses dois componentes.

$$\Delta D = \Delta DRF - \Delta U \quad (8)$$

A seguir, definem-se as variações de reservas internacionais (ΔU) e as variações do estoque líquido de passivos reais e financeiros (ΔDRF), como:

$$\Delta U = BP + \Delta U^* \quad (9)$$

$$\Delta DRF = MK + \Delta DRF^* \quad (10)$$

Conforme observado, o saldo do balanço de pagamentos (BP) corresponde ao fator de fluxo associado à variação das reservas internacionais. Na definição (9), passamos a admitir que as reservas internacionais podem variar também em função de um segundo componente ΔU^* , definido como o fator patrimonial de variação das reservas. Na definição (10), assumimos que o estoque líquido de passivos reais e financeiros varia em função do seu respectivo fator de fluxo, o saldo do movimento de capitais, e de um segundo componente ΔDRF^* , definido como o fator patrimonial da variação de DRF.

Substituindo (9) e (10) em (8) obtém-se:

$$\Delta D = -TC + (\Delta DRF^* - \Delta U^*) \quad (11)$$

ou

$$\Delta D = -TC + \Delta D^* \quad (11')$$

Portanto, a expressão (11') significa que o passivo externo líquido aumenta em função do déficit em transações correntes e também em função do fator patrimonial de variação do passivo externo líquido (ΔD^*). Pela expressão (11), podemos ver que esse fator patrimonial do passivo externo líquido equivale à diferença entre o fator patrimonial da variação de DRF (ΔDRF^*) e o fator patrimonial de variação das reservas (ΔU^*).

Com base na posição internacional de investimentos, conhecemos as variações efetivas do estoque de passivo externo líquido (ΔD), do estoque de reservas internacionais (ΔU) e do estoque de passivos reais e financeiros externos (ΔDRF). De outro lado, com base no balanço de pagamentos, conhecemos o saldo em transações correntes (TC), o resultado global do balanço de pagamentos e o saldo do movimento de capitais (MK). Assim os fatores patrimoniais ΔD^* , ΔU^* e ΔDRF^* podem ser obtidos, respectivamente, como resíduos entre as variações dos estoques informados na PII e os saldos registrados pelo BP.

Como último ponto desta seção, parece importante fazer uma observação sobre possíveis limitações desse método de organização dos dados no que diz respeito à sua capacidade de identificar a real influência dos fatores patrimoniais discutidos na segunda seção deste artigo. Evidentemente que a relevância dos elementos ΔD^* , ΔU^* e ΔDRF^* para explicar os processos concretos em curso na economia brasileira está intrinsecamente relacionada à qualidade das informações do balanço de pagamento e da posição internacional de investimentos, divulgadas pelo Banco Central do Brasil (BCB). Uma vez que são obtidos por resíduo tomando como base essas duas fontes de informação, os fatores patrimoniais calculados podem refletir simplesmente erros ou omissões de informações a respeito dos reais fluxos e estoques⁵. Conforme veremos, entretanto, parece de fato uma hipótese relevante atribuir os movimentos mais importantes e quantitativamente mais expressivos do passivo externo líquido aos fatores patrimoniais associados às variações dos preços de ativos e passivos e da taxa nominal de câmbio entre o real e o dólar.

⁵ No caso do BP, há referência explícita aos "erros e omissões" enquanto conta de ajuste entre os resultados acima e abaixo da linha. No procedimento de cálculo realizado, optamos por trabalhar com um saldo do balanço de pagamentos ajustado em que se desconta do saldo oficial tanto os "erros e omissões" quanto o saldo da "conta capital". A diferença absoluta entre esse saldo ajustado e o saldo oficial é muito pequena como proporção do PEL, razão pela qual o referido procedimento não altera significativamente qualquer conclusão.

5 Análise dos fatores de fluxo e fatores patrimoniais sobre o PEL do Brasil para o período 2001-13

Com base nas definições da seção anterior, podemos agora apresentar as variações do passivo externo líquido registrado na posição internacional de investimentos do Brasil decompostas em termos dos fatores de fluxo e dos fatores patrimoniais.

Com base na expressão (11), sabemos que as variações do estoque de passivo externo líquido não derivadas do déficit em transações correntes podem ter origem em fatores patrimoniais associados às reservas internacionais (ΔU^*) e/ou ao estoque de passivos reais e financeiros externos (ΔDRF^*). Observe-mos, em primeiro lugar, o Gráfico 3, que mostra a variação percentual trimestral das reservas internacionais, decomposta entre fatores de fluxo e fatores patrimoniais.

Fica claro, pelo Gráfico 3, que a área que representa o fator de fluxo coincide, de forma muito próxima, com aquela definida pela linha que representa as variações do passivo externo líquido. Isso significa que, no caso das reservas internacionais, os fatores de fluxo dominam quase completamente o movimento do estoque registrado pela posição internacional de investimentos. Em outras palavras, de um modo geral, os movimentos de acumulação e perda de reservas internacionais estiveram associados, respectivamente, a saldos positivos e negativos no balanço de pagamentos.

Se, conforme constatado no Gráfico 3, os fatores patrimoniais são quase insignificantes no que diz respeito às variações das reservas internacionais, também não podem ser significativos para explicar a expressiva divergência entre as variações do passivo externo líquido e os déficits em transações correntes observada no Gráfico 2. Sendo assim, o caminho para explicar os fatores patrimoniais que determinam as variações do passivo externo líquido passa pela análise do comportamento do estoque líquido de passivos reais e financeiros.

O Gráfico 4 mostra a decomposição das variações percentuais do passivo externo líquido em termos de dois componentes: o fator patrimonial associado ao DRF e um segundo fator que agrega o fator de fluxo (o déficit em transações correntes) com o

fator patrimonial associado às reservas. Nesse caso, observa-se que a área que corresponde quase completamente àquela definida pela linha que indica as variações do passivo externo líquido é a do fator patrimonial de DRF. Em outras palavras, os fatores patrimoniais associados a DRF é que explicam predominantemente as variações do estoque de passivo externo líquido, dada uma pequena contribuição dos demais fatores.

Retomando as observações já feitas, o fato de que as variações do passivo externo líquido estejam predominantemente associadas aos fatores patrimoniais em DRF conduz à constatação de que uma parcela considerável do DRF corresponde a um tipo de passivo externo sujeito a oscilações por fatores patrimoniais. Uma análise mais desagregada dos componentes do DRF mostra que tanto as variações deste agregado quanto os fatores patrimoniais associados decorrem do comportamento de duas rubricas: participação no capital e investimentos em ações. Somados, esses dois componentes correspondiam a cerca de 30% do estoque de DRF em 2001; entretanto, essa proporção aumentou fortemente até alcançar cerca de 70% em 2007. A participação desses estoques permaneceu nesse patamar elevado, ainda que com oscilações significativas, até o final de 2010. A partir de 2011, já se percebe uma clara tendência de redução, mas, nos últimos registros de 2013, ainda correspondia a cerca de 50% do total do DRF.

Os dados apresentados até aqui permitem-nos sumarizar, portanto, uma série de constatações: (a) as significativas variações do passivo externo líquido brasileiro não são explicadas pelos fluxos registrados no balanço de pagamentos, mas, sim, pelas variações do valor em dólares dos estoques de passivos reais e financeiros externos; (b) ao longo do período analisado, houve modificação significativa na composição desse estoque de passivos, com aumento da importância das participações no capital e dos investimentos em ações; e (c) os fatores patrimoniais associados a essas rubricas são consideráveis e foram os principais determinantes das oscilações do passivo externo líquido ao longo do período.

Em síntese, portanto, constata-se que as variações do passivo externo líquido brasileiro obedeceram, no período considerado, muito mais a uma lógica de valorização e desvalorização de ativos domésticos de propriedade de não residentes do que a uma dinâmica de acumulação e desacumulação de novos passivos externos. Para avaliar esse comportamento e estabelecer algumas hipóteses sobre seus determi-

nantes, propõe-se um indicador baseado nas seguintes definições:

$$d_0 = D_0 \quad (12)$$

$$d_t = d_{t-1} - TC_t \quad (13)$$

Das expressões (12) e (13), resulta uma série d que projeta qual teria sido o passivo externo líquido a cada período, se fosse contabilizado apenas o respectivo fator de fluxo, ou seja, o saldo em transações correntes registrado no período anterior. Comparando, a cada período, o valor efetivo do passivo externo líquido (D) com essa projeção (d) do passivo externo líquido que resultaria somente dos fatores de fluxo, podemos obter uma estimativa sobre o grau em que o passivo externo líquido esteve a cada período “inflado” por fatores patrimoniais. Assim o indicador (D/d) pode ser interpretado como um índice de preços, que reflete a ação acumulada dos fatores patrimoniais sobre o passivo externo líquido ao longo do tempo.

Vale observar que, em si, esse procedimento não acrescenta nenhuma informação em relação ao que já havia sido exposto nos Gráficos 2, 3 e 4. Trata-se apenas de uma forma alternativa de organização dos dados, que revela, conforme veremos a seguir, uma elevada correlação entre os fatores patrimoniais, as variações da taxa de câmbio e as variações dos preços das ações no mercado doméstico.

O Gráfico 5 mostra que níveis elevados da razão D/d estiveram associados, no período 2001-13, a níveis reduzidos da taxa de câmbio nominal R\$/US\$. Significa dizer que, quanto mais valorizada esteve a taxa de câmbio nominal no período, mais inflado por fatores patrimoniais esteve o passivo externo líquido. Por outro lado, nos momentos em que a taxa nominal de câmbio esteve mais desvalorizada, o estoque efetivo de passivo externo líquido esteve próximo ou pouco abaixo daquele que seria o passivo externo líquido sem influência de fatores patrimoniais.

Já o Gráfico 6 mostra que níveis elevados da razão D/d também estiveram fortemente associados a níveis elevados do índice de ações Ibovespa, sugerindo que a valorização dos preços das ações no mercado de capitais doméstico foi um fator que contribuiu para elevar o tamanho do passivo externo líquido do Brasil no período, por fatores patrimoniais. Movimentos de queda dos preços das ações, por sua vez, contribuíram para redução do passivo externo líquido via fatores patrimoniais.

É importante mencionar que se verifica também, no período, uma forte correlação negativa entre o índice da taxa de câmbio nominal e o índice de ações

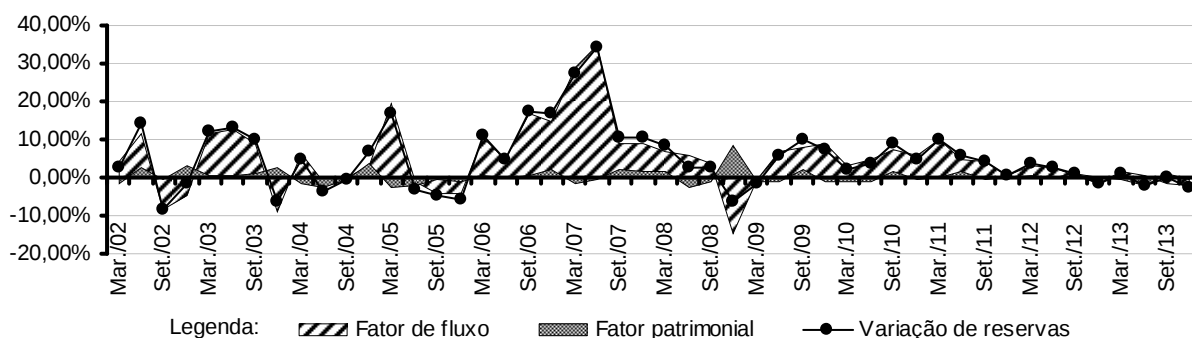
Ibovespa, mostrando que a valorização da taxa nominal de câmbio e a valorização dos preços das ações estiveram associadas no período analisado. Do ponto de vista da contribuição dessas variáveis para os fatores patrimoniais associados ao passivo externo líquido, isso significa que os dois movimentos reforçaram um ao outro, amplificando a importância daqueles fatores. Significa dizer que, de um modo geral, quando o câmbio nominal estava valorizando-se, os preços das ações no mercado doméstico também estavam aumentando, elevando duplamente o valor em dólares daquelas ações. Por outro lado, quando o câmbio nominal esteve em desvalorização, os preços das ações no mercado doméstico estiveram caindo, implicando redução do valor em dólares das ações pelos dois motivos.

Sendo assim, podemos combinar ambos os índices (câmbio nominal e Ibovespa), de modo a definir um terceiro que representa o nível do Ibovespa em dólares. No Gráfico 7, temos o diagrama de dispersão, relacionando a razão D/d e o nível do Ibovespa em dólares.

Parece bastante claro no Gráfico 7 que níveis elevados do Ibovespa em dólares estiveram associados com elevadas razões D/d . Esse resultado sugere que a variação dos preços em dólares dos ativos domésticos (causada, de forma combinada, pela variação cambial e pela variação dos preços dos ativos em moeda doméstica) seja o principal componente explicativo dos fatores patrimoniais associados aos movimentos do passivo externo líquido no período.

Gráfico 3

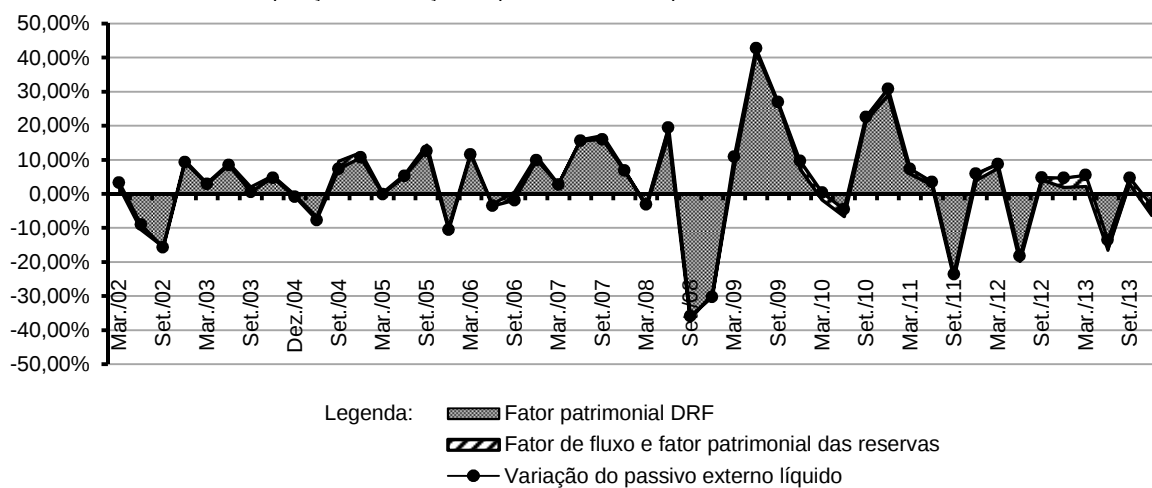
Decomposição da variação das reservas internacionais no Brasil — mar./02-dez./13



FONTE: Banco Central do Brasil.

Gráfico 4

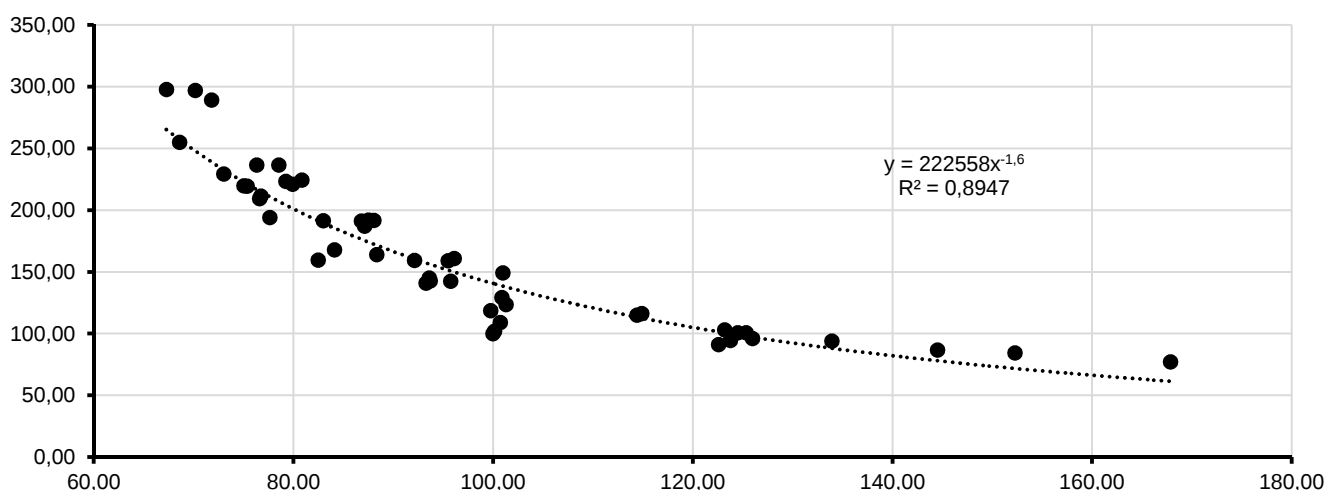
Decomposição da variação do passivo externo líquido no Brasil — mar./02-dez./13



FONTE: Banco Central do Brasil.

Gráfico 5

Relação entre a razão D/d e a taxa de câmbio nominal no Brasil — dez./01-dez./13



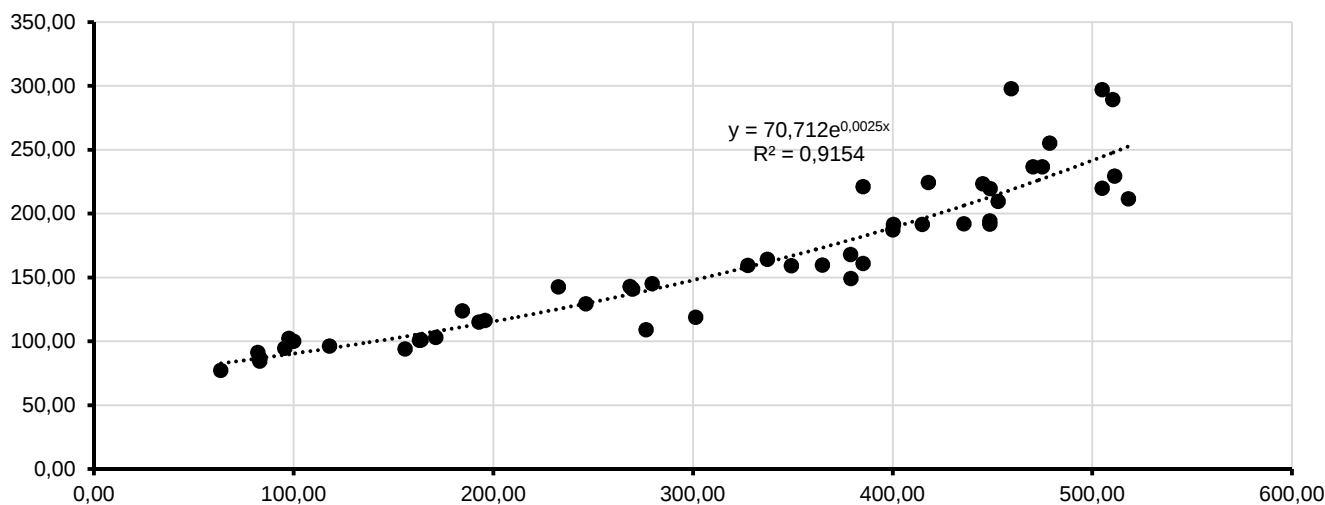
FONTE: Banco Central do Brasil.

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

NOTA: Dados relativos a dez./01 = 100.

Gráfico 6

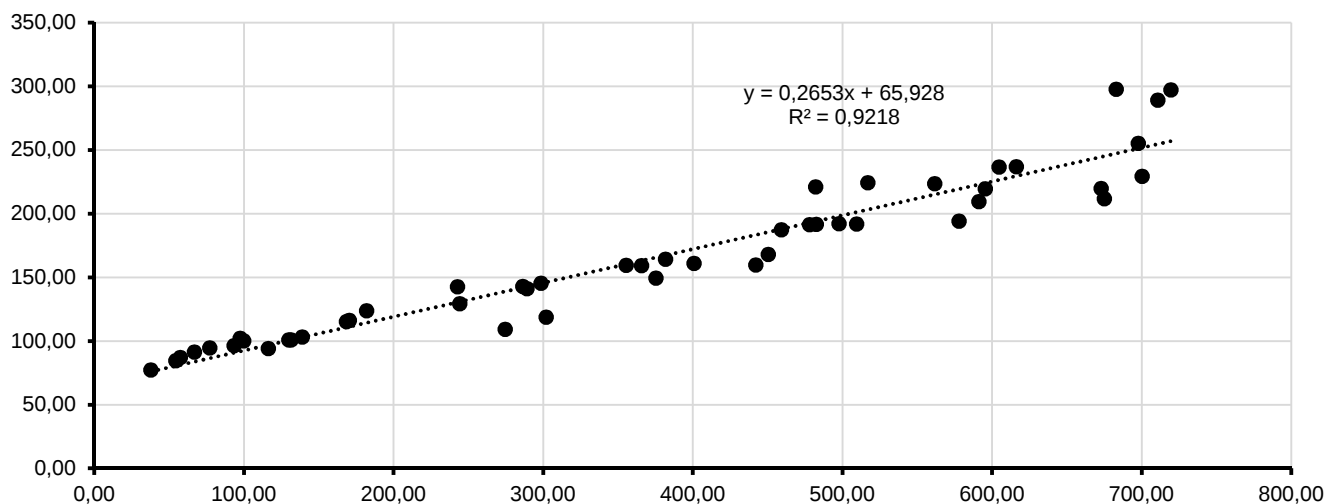
Relação entre a razão D/d e o Ibovespa no Brasil — dez./01-dez./13



FONTE: Banco Central do Brasil.
 Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.
 NOTA: Dados relativos a dez./01 = 100.

Gráfico 7

Razão patrimonial D/d em função do Ibovespa, em dólares, no Brasil — dez./01-dez./13



FONTE: Banco Central do Brasil.
 Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.
 NOTA: Dados relativos a dez./01 = 100.

6 Implicações da influência dos fatores patrimoniais para a vulnerabilidade externa do Brasil

Antes de passar a discutir as implicações dos fatores patrimoniais para nossa avaliação sobre a

atual vulnerabilidade externa da economia brasileira, é importante referir que a influência desses fatores não é novidade na literatura especializada. Prates (2006) já observava que a valorização da taxa nominal de câmbio tinha aumentado significativamente o estoque de investimento em carteira ainda na primeira metade da primeira década dos anos 2000. Ao discutir a importância da diferença entre os conceitos de dívida externa líquida e passivo externo líquido, Cysne (2008) ressaltava o fato de que o passivo vi-

nha sendo fortemente majorado pela valorização da bolsa de valores e da taxa de câmbio. Serrano e Summa (2011) apontaram que, em contexto de câmbio flexível, faz uma grande diferença se os passivos externos são denominados em dólares ou em moeda doméstica, pois, no segundo caso, o risco cambial é assumido pelos não residentes.

Biancareli (2011) também deu destaque a esse aspecto, apontando que a composição do passivo externo líquido brasileiro na última década representou um elemento com efeitos positivos no que diz respeito à vulnerabilidade externa. Esse autor tem atribuído grande importância ao que chama de “desdolarização” do passivo externo brasileiro, no sentido de que uma parcela bastante considerável desse passivo se encontra denominada em moeda doméstica. Em artigo recente, menciona a grande influência dessa posição patrimonial durante a crise financeira de 2008, quando o passivo externo líquido brasileiro foi reduzido em praticamente US\$ 350 bilhões num intervalo de seis meses (Biancareli, 2014). De fato, ao final desse ano crítico, a combinação entre a redução do valor dos ativos domésticos e a desvalorização da taxa de câmbio nominal implicou um estoque de passivo externo líquido 44,75% menor do que aquele registrado ao fim do segundo semestre. Esse fator parece ser o determinante fundamental daquele movimento abrupto destacado na análise do Gráfico 1.

Nesse contexto, uma questão fundamental a discutir diz respeito ao estado atual dessa “desdolarização”. Biancareli (2014) parece sugerir que ela seja atualmente ainda maior do que teria sido em 2008, significando, portanto, que o efeito patrimonial favorável associado a uma desvalorização nominal da taxa de câmbio poderia ser atualmente ainda mais intenso do que aquele que ocorreu durante o período mais crítico da crise financeira internacional.

Nosso método de análise permite uma avaliação preliminar dessa hipótese. Para tanto, é necessário investigar a relação entre os fatores patrimoniais associados a cada um dos componentes de DRF com a taxa nominal de câmbio. Com base nessa relação, estabelecemos o seguinte critério: se a forte correlação entre a razão patrimonial D/d e a taxa de câmbio nominal demonstrada no Gráfico 5 se reproduz em um dado componente de DRF, então consideramos que os ativos e passivos que integram esse componente são denominados em moeda doméstica. Caso a correlação seja muito fraca ou em sentido diferente daquela do Gráfico 5, consideramos que o componente inclui ativos e passivos denominados em dólares.

Essa análise desagregada revela que, dos seis componentes do DRF, três claramente não apresentam fatores patrimoniais correlacionados com a taxa nominal de câmbio no mesmo padrão do Gráfico 5: empréstimos intercompanhias, derivativos e outros investimentos. Consideraremos, portanto, a soma dos estoques líquidos referente a esses três componentes como o estoque de passivos reais e financeiros denominados em dólares (DRFUS\$). Por outro lado, três elementos apresentam comportamento análogo ao do Gráfico 5: participação no capital, investimentos em ações e títulos de renda fixa. A soma desses componentes corresponde ao estoque de passivos reais e financeiros denominados em reais (DRFR\$). O Gráfico 8 mostra a razão entre DRFR\$ e DRFUS\$ ao longo do período analisado.

Conforme se pode observar no Gráfico 8, a proporção dos passivos denominados em reais aumentou drasticamente entre 2004 e 2006, oscilou em patamar elevado até meados de 2008, quando reduziu-se rapidamente. Após uma oscilação já em patamar menor ao longo de 2009 e 2010, a proporção de passivos em reais vem sendo reduzida desde 2011. Mesmo com essa redução, o estoque de passivos em reais ao final de 2013 ainda era cerca de três vezes maior do que o estoque de passivos em dólares, mas essa proporção já era bem menor do que aquela verificada no período 2006-08.

De acordo com os critérios adotados, portanto, considerando desagregadamente os estoques líquidos de DRF e a intensidade dos fatores patrimoniais para cada categoria de passivo, o pico da “desdolarização” teria ocorrido ao longo do ano de 2006. Assim, concorda-se com Biancareli (2014), quando afirma que uma desvalorização cambial ainda hoje implicaria redução do passivo externo líquido por fatores patrimoniais, entretanto não mais na intensidade que ocorreu em 2008.

Há que se considerar inclusive que, desde 2011, o nível do Ibovespa em dólares vem declinando, em parte pela desvalorização cambial, em parte pelo ajuste dos preços das ações. De acordo com a relação anteriormente analisada, esse movimento parece estar efetivamente determinando um movimento lento, mas persistente, de redução do passivo externo líquido devido aos fatores patrimoniais. Conforme já destacado, entre o segundo trimestre de 2011 e o quarto trimestre de 2013, um período em que a economia brasileira tem registrado expressivos déficits em transações correntes, o passivo externo líquido foi reduzido em cerca de US\$ 280 bilhões, que represen-

tam cerca de um quarto do estoque registrado no início desse período.

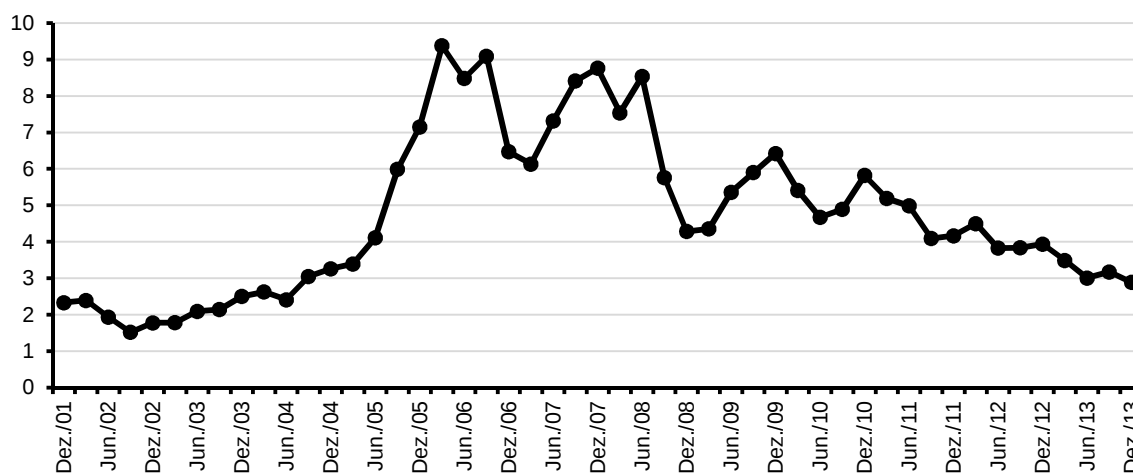
Nem mesmo essa relativização do potencial estabilizador dos fatores patrimoniais em caso de um movimento mais abrupto de fuga de capitais parece servir de fundamento, entretanto, para concluir que a economia brasileira esteja em posição de elevada fragilidade externa sob o ponto de vista da liquidez. O Gráfico 9 mostra não apenas o grande estoque de reservas internacionais acumulado, mas também, fundamentalmente que, ao final de 2013, a relação entre o estoque de dívida de curto prazo e aquele estoque de reservas correspondia a cerca de 10%.

Esse indicador nos parece central para avaliar a posição de liquidez externa exatamente porque o es-

toque de dívida de curto prazo não está sujeito aos fatores patrimoniais estabilizadores e porque é um estoque de passivo que contratualmente possibilita o resgate do principal em um intervalo curto. Desse modo, quando há uma razão elevada entre o estoque de dívida de curto prazo e as reservas, isso sinaliza que estas podem ser insuficientes para cobrir os compromissos contratuais num futuro próximo. Tal situação tende a precipitar uma saída de capitais visando antecipar uma desvalorização cambial ou uma moratória. No caso do Brasil, atualmente essa expectativa não existe, de modo que a posição de liquidez da economia brasileira segue bastante robusta.

Gráfico 8

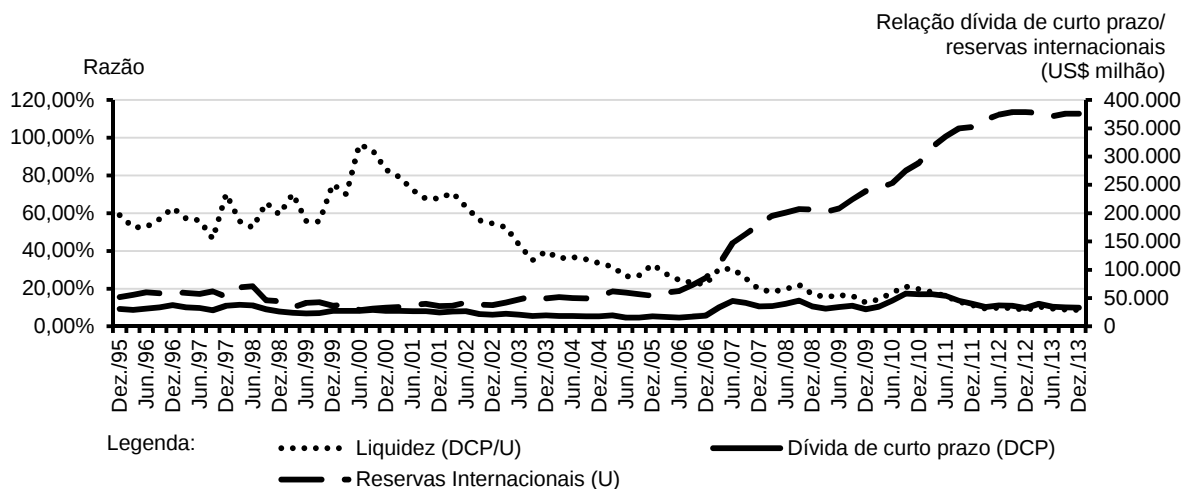
Razão entre os estoques de passivos reais e financeiros, em reais (DRFR\$) e em dólares (DRFUS\$), no Brasil — dez./01-dez./13



FONTE: Banco Central do Brasil.

Gráfico 9

Reservas internacionais, estoque de dívida de curto prazo e indicador de liquidez externa, no Brasil — dez./95-dez./13



FONTE: Banco Central do Brasil.

7 Considerações finais

Procurou-se, ao longo deste artigo, explicitar uma característica da composição do passivo externo líquido do Brasil que parece ter sido fundamental para a grande capacidade que a economia brasileira demonstrou para resistir à turbulência dos mercados financeiros internacionais a partir de 2008. Uma elevada participação de passivos denominados em moeda doméstica e/ou sujeitos à flutuação dos preços dos ativos negociados nos mercados domésticos de capitais tende a funcionar como elemento estabilizador em momentos de pressão de saída de capitais, uma vez que, nessas condições, a desvalorização cambial e a queda dos preços dos ativos domésticos tendem a reduzir o valor em dólares do passivo externo líquido.

Esse aspecto da composição do passivo externo líquido, associado ao expressivo volume de reservas internacionais acumuladas, permitiu que a economia brasileira passasse pela grave crise financeira internacional sem grandes sobressaltos. Não foi necessário e nem cogitado, por exemplo, recorrer ao FMI ou a outros organismos internacionais, como havia ocorrido na crise cambial de 1999. Ao perceber que os eventos relacionados à crise dos mercados financeiros internacionais estavam impactando fortemente sobre os componentes da demanda doméstica, fundamentais para o crescimento econômico, no caso do Brasil, os gestores da política econômica puderam inclusive lançar mão de instrumentos, visando a uma influência anticíclica, algo que seria impensável sob a supervisão do FMI.

Com respeito à posição externa da economia brasileira recente, acredita-se que esses fatores patrimoniais estabilizadores ainda estejam presentes, ainda que sua intensidade seja provavelmente menor em comparação com o período pré-2008. Isso fica claro ao constatar que, desde 2011, mesmo que estejam sendo registrados expressivos déficits em transações correntes, o passivo externo líquido vem sendo progressivamente reduzido. Nesse movimento, ao invés de uma redução abrupta do valor em dólares do estoque de passivo externo, como em 2008, a redução tem sido lenta, acompanhando a gradual desvalorização da taxa de câmbio e a redução dos preços dos ativos domésticos em dólares.

Evidentemente, essas considerações nada podem revelar a respeito da maior ou menor possibilidade de mudanças exógenas no comportamento dos fluxos de capitais. A esse respeito, a variável central

parece ser a taxa básica de juros definida pelo Federal Reserve (FED), ao lado das condições de liquidez internacional, e os *spreads* soberanos,⁶ que, em alguma medida, também guardam relação com a política de juros dos EUA. No momento em que, de fato, a autoridade monetária norte-americana elevar a sua taxa de juros, em função de seus objetivos externos e domésticos, deverá haver uma reorientação mais significativa dos fluxos de capitais, tornando menos trivial a tarefa das economias periféricas para financiar seus déficits em transações correntes.

A melhor estratégia para evitar, a longo prazo, a necessidade de ajustes recessivos visando adaptar o saldo em transações correntes às possibilidades mais restritas de atração de capitais, é sempre a promoção e diversificação de exportações. Sobre esse aspecto, é preciso reconhecer que, após uma década de grande dinamismo exportador baseado em *commodities*, as perspectivas não parecem tão favoráveis. Nesse particular, inclusive, a desvalorização cambial parece ter um efeito bem mais restrito do que boa parte dos analistas costuma atribuir.

Por fim, vale observar que o debate público sobre o tema tratado neste artigo é fortemente pautado por economistas ligados a instituições financeiras, cujas análises quase invariavelmente conduzem à recomendação de políticas visando à liberalização e à desregulamentação dos mercados. Diante desse quadro, a tarefa dos analistas críticos não pode se resumir, entretanto, a denunciar maus resultados dessa orientação liberalizante do ponto de vista das nações que a adotam. É preciso contribuir para uma compreensão objetiva das reais condições de vulnerabilidade externa das economias periféricas. A experiência dos últimos anos demonstrou que a acumulação de passivo externo em moeda doméstica, associada a um estoque considerável de reservas internacionais, permitiu ao Brasil passar, de forma relativamente tranquila, por um período bastante complicado no cenário internacional.

⁶ No ambiente favorável que vigorou durante boa parte dos anos 2000, a taxa de juros doméstica, ou, mais precisamente, seu diferencial com respeito às taxas internacionais ajustadas pelo risco, foi notadamente um instrumento à disposição da autoridade monetária, visando controlar a intensidade dos influxos de capitais e os movimentos da taxa de câmbio de acordo com objetivos domésticos, como o controle da inflação. Uma hipótese a ser explorada em trabalhos futuros consiste em uma possível relação entre o diferencial de juros e os fatores patrimoniais associados ao passivo externo líquido.

Referências

BIANCARELI, A. Perspectivas da economia brasileira: notas sobre o setor externo. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 4., 2011, Rio de Janeiro. [**Trabalhos apresentados**]. Rio de Janeiro: AKB, 2011. p. 1-16.

BIANCARELI, A. Vulnerabilidade externa, estoques e 'desdolarização'. **Jornal do Brasil**, Rio de Janeiro, 21 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.jb.com.br/andre-biancarelli/noticias/2014/02/21/vulnerabilidade-externa-estoques-e-desdolarizacao/>>. Acesso em: 14 abr. 2014.

CYSNE, R. Passivo externo líquido ou dívida externa líquida. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v. 62, n. 6, p. 26-28, jun. 2008.

LARA, F. **Solvência e liquidez externas**: aspectos teóricos, contábeis e a definição de indicadores sintéticos para análise de conjuntura. Porto Alegre: FEE, 2012. (Texto para discussão FEE, n. 101).

MEDEIROS, C.; SERRANO, F. Inserção externa, exportações e crescimento no Brasil. In: FIORI, J.; MEDEIROS, C. **Polarização mundial e crescimento**. Petrópolis: Vozes, 2001.

PRATES, D. A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. **Política Econômica em Foco**, Campinas, n. 7, p. 119-151, abr. 2006.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 4., 2011, Rio de Janeiro. [**Trabalhos apresentados**]. Rio de Janeiro: AKB, 2011. p. 1-20.

SIMONSEN, M.; CYSNE, R. **Macroeconomia**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.