

# Avaliação da vulnerabilidade externa no Brasil, atualmente\*

Bruno Galvão dos Santos\*\*

Doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro

## Resumo

*O objetivo do artigo é mostrar que, nos últimos anos, houve um aumento da vulnerabilidade externa no Brasil. O significativo aumento do déficit em conta corrente nos últimos anos, juntamente com uma possível deterioração da conjuntura internacional, tende a provocar um cenário de escassez de divisas nos próximos anos. Por outro lado, as elevadas reservas internacionais, a flexibilidade cambial e o fato de grande parte do passivo externo estar denominado em moeda local são fatores que minimizam o risco de crise cambial no curto prazo, mas não impedem que o estrangulamento externo restrinja o crescimento econômico e a expansão do poder de compra dos trabalhadores.*

**Palavras-chave:** déficit em conta corrente; economia brasileira; restrição externa.

## Abstract

*The main goal of this paper is to show that in recent years Brazil's external vulnerability has been increasing. The significant increase in the current account deficit in recent years along with a possible deterioration of the international of the situation tends to cause a scenario of shortage of foreign exchange in the coming years. On the other hand, the high level of international reserves, the floating exchange rate, and the fact that a substantial share of external debt is denominated in local currency are elements that reduce the risk of a balance of payments crisis in the short run. Nonetheless, these elements are not able to prevent the mentioned external bottleneck that will restrict both, the economic growth and the expanding purchasing power of workers.*

**Key words:** current account deficit; Brazilian economy; external constraint.

## Introdução

Em outubro de 2013, o déficit acumulado nos últimos 12 meses foi equivalente a 3,7% do Produto

Interno Bruto (PIB), valor semelhante ao registrado no ano anterior à crise brasileira de 1999 (4,0% do PIB). Além disso, deve-se destacar que: (i) os termos de troca estão significativamente mais favoráveis do que a média histórica dos últimos 40 anos; (ii) a taxa de câmbio valorizada faz com que haja uma subestimativa do déficit em conta corrente em proporção do PIB.

Desde o início da série do saldo em conta corrente, houve três períodos em que o déficit em conta cor-

\* Artigo recebido em 14 out. 2013.

Revisor de Língua Portuguesa: Breno Camargo Serafini.

\*\* E-mail: brunogalvaobr@gmail.com

rente ultrapassou 3% do PIB: na segunda metade da década de 50, na década de 70 e nos primeiros anos do Plano Real. Esses três períodos foram seguidos de crise cambial. Nestes dois últimos períodos, a crise cambial está associada ao ciclo da economia mundial: a economia brasileira incorreu em significativos déficits em conta corrente em períodos com maior disponibilidade de financiamento externo e teve crise cambial em períodos de fuga de capitais de economias periféricas. A mesma sincronia entre o ciclo financeiro mundial e a restrição externa do Brasil ocorreu nas décadas de 20 e 30 do século passado. E há indicações de que o mesmo pode ocorrer atualmente, no Brasil.

É importante destacar que, após a recente crise internacional, muitos autores defenderam que tinha havido mudanças estruturais na economia brasileira que reduziram a vulnerabilidade a choques externos. Frenkel (2013) afirma que o maior risco para as economias latino-americanas não é a ocorrência de uma crise cambial, mas a valorização das moedas nacionais — e a consequente doença holandesa. De modo semelhante, Biancarelli (2011, p. 15) argumenta que “[...] [n]ão parece haver no horizonte, em suma, grandes possibilidades de uma ‘crise cambial’ similar a tantas que o país já enfrentou ao longo de sua história. O desafio é muito mais o de enfrentar a abundância de financiamento externo do que uma eventual escassez”. O fato de a economia brasileira ter apresentado um desempenho significativamente melhor do que o esperado no biênio 2009-10 e de ter tido superávit em conta corrente por cinco anos seguidos, entre 2003 e 2007, pareciam ser uma evidência clara desse argumento.

Este artigo pretende defender a tese de que a fase com tendência à valorização da moeda brasileira passou e que a política econômica terá que lidar, nos próximos anos, com uma situação de maior escassez de divisas, o que é prejudicial para o crescimento econômico e para o poder de compra dos trabalhadores. Para mostrar essa tese, o artigo é dividido em quatro seções. Na primeira, é avaliado o atual nível do déficit em conta corrente do Brasil. Na segunda, é verificada a possibilidade de sincronia entre o aumento da vulnerabilidade externa e as deteriorações das condições internacionais. Na terceira, será discutido o fato de que a mudança na estrutura do financiamento externo ao Brasil diminui a vulnerabilidade externa do País. E, finalmente, na quarta seção, é debatido se o atual nível de reservas internacionais no Brasil protege o País de ter uma crise cambial.

## 1 Nível do déficit em conta corrente

O nível de déficit em conta corrente é um importante indicador de vulnerabilidade externa de um país. Por um lado, o déficit em conta corrente é igual ao aumento do passivo externo líquido. É possível, e ocorre com frequência, a acumulação de reservas em períodos de significativos déficits em conta corrente. No Brasil, por exemplo, essa combinação ocorreu na década de 70, nos primeiros anos do Plano Real, e após a recente crise internacional. Isso é possível por causa de fortes entradas de capitais no País. O problema é que esse fluxo de capitais significa, muito provavelmente, maiores déficits na balança de rendas, maior amortização da dívida externa e maior quantidade de capitais capazes de saírem do País rapidamente, em período de crises.

Por outro lado, déficit em conta corrente no presente é um sinalizador de déficits no futuro. O déficit pode ser resultado de circunstâncias temporárias, como termos de troca muito desfavoráveis ou forte aceleração do crescimento da economia do país. Contudo, se não for esse o caso, principalmente se as condições estiverem favoráveis, um elevado déficit em conta corrente sinaliza que o país necessitará de uma expressiva desvalorização, para equilibrar as contas externas, o que é um importante incentivo para o ataque cambial.

Os países que enfrentaram crises cambiais geralmente incorreram em déficits em conta corrente significativos antes da crise. Com a parcial exceção da Venezuela, esse foi o caso de todos os países latino-americanos e asiáticos que sofreram as crises cambiais na década de 90 e as crises da dívida em 1980.<sup>1</sup> A crise russa em 1998 constitui a principal exceção a essa regra. Contudo, essa crise foi uma combinação de dois fatores que não negam a importância do déficit em conta corrente para a vulnerabilidade externa: (i) ele foi resultado de uma grande fuga de capitais de residentes<sup>2</sup>; (ii) ao preço do petróleo vigente naquele

<sup>1</sup> A Venezuela teve déficits em conta corrente pouco superiores a 4% em 1982 e em 1998, anos em que sofreu crise cambial. Contudo, nos anos anteriores, o país tinha registrado superávit em conta corrente. O motivo para que a Venezuela tenha crise cambial, mesmo tendo registrado superávits em conta corrente e incorrido em déficit em somente um ano, é similar ao da Rússia: (i) fuga de capitais de residentes; (ii) perspectivas negativas para o saldo em conta corrente no futuro, se não houvesse diminuição abrupta da taxa de crescimento das importações.

<sup>2</sup> A fuga de capitais de residentes, principalmente se eles não planejam retornar ao país, funciona como um déficit em conta cor-

período, a Rússia precisaria promover uma significativa desvalorização cambial, para reequilibrar as contas externas.

Contudo, há casos de países não emissores da moeda internacional que registram significativos déficits em conta corrente, em tempo prolongado, que não têm crises cambiais. Alguns autores tentam entender o motivo disso. Milesi-Ferreti e Razin (1996) concluem que não há um nível de déficit em conta corrente, como 5% do PIB, que determina a sustentabilidade ou não do déficit em conta corrente. Enquanto esses autores citam países que tiveram déficits em conta corrente superior a 5% do PIB sem problema de crises cambiais, no Brasil, desde o início da série de dados do balanço de pagamentos, em 1947, em todos os períodos em que o país apresentou déficit em conta corrente superior a 3% do PIB houve uma crise cambial, que pode ser medida pela desvalorização cambial e por desaceleração econômica acentuada (Quadro 1).

Uma das explicações para o fato de o Brasil não conseguir sustentar déficit em conta corrente em proporção do PIB tão elevado quanto países menores e com forte dinamismo exportador deve-se ao fato de que o valor exportado (agregado) é melhor indicador do que o PIB para a necessidade de ajuste externo.<sup>3</sup> Por exemplo, em 1996, um ano antes da crise asiática, o déficit em conta corrente da Coreia do Sul era de 4,1% do PIB. Para o país equilibrar a conta corrente, supondo que as exportações do país permanecessem constantes, era necessário uma redução de 15% das importações de bens. No mesmo ano, o déficit em conta corrente do Brasil era significativamente menor (2,8% do PIB), mas se as exportações tivessem mantido constantes, as importações de bens teriam que ser reduzidas em 40% para eliminar o déficit em conta corrente.

De acordo com a mais recente previsão do FMI para os saldos em conta corrente, dentre as 15 maiores economias em desenvolvimento, apenas a Turquia terá, neste ano, um déficit em conta corrente em proporção das exportações de bens maior do que o do Brasil.

Na comparação histórica, o déficit em conta corrente do Brasil em proporção das exportações é atualmente (34% das exportações de bens) bem menor do que antes da crise cambial de 1999 (65%) e da crise da dívida (63%) e próximo da crise de 1963-64

(37%). A situação parece bem mais positiva do que antes da crise cambial de 1999. Mas isso ocorre, principalmente, por causa do forte aumento dos preços dos bens exportados pelo Brasil. Enquanto o valor das exportações dos últimos 12 meses terminados em agosto de 2013 foi 4,7 vezes maior do que o valor exportado em 1998, o *quantum* exportado cresceu 130% no período. Se for desconsiderada a melhora dos termos de troca e, em particular, o aumento dos preços das exportações de bens, o Brasil estaria registrando, proporcionalmente, o mesmo déficit comercial que em 1998, pois, desde então, o crescimento do *quantum* exportado foi igual ao importado (Gráfico 1). E, como será argumentado posteriormente, há um notável risco de deterioração dos termos de troca do Brasil nos próximos anos.

Pode-se observar no Gráfico 1 que, nos períodos de *boom* internacional, a disponibilidade de financiamento externo e os termos de troca estão favoráveis, o que permite um nível elevado de importações. Contudo, quando a situação internacional se deteriora, o País é obrigado a reduzir o déficit em conta corrente, ao mesmo tempo em que os preços dos bens exportados caem expressivamente. O resultado é a necessidade de forte redução da quantidade importada e de estímulos ao aumento da exportada. É interessante notar que a relação entre quantidades importada e exportada está atualmente no mesmo nível que estava antes da crise da dívida e da crise cambial de 1999, o que é um indicador de vulnerabilidade externa.

Em relação ao déficit da balança de serviços e de renda sobre as exportações, também houve uma significativa queda. Em 1998, esse déficit correspondia a 55% das exportações. Em agosto de 2013, essa proporção havia caído para 36%. Contudo, se a taxa de crescimento dos preços dos bens exportados pelo Brasil tivesse crescido ao mesmo ritmo que na média dos últimos 35 anos, a relação entre déficit de rendas e serviços seria atualmente equivalente à de 1998.

Mas o nível do déficit em conta corrente sobre as exportações não é o único fator determinante para a vulnerabilidade externa. As perspectivas futuras para o crescimento das exportações, o déficit da balança de rendas, a possibilidade de redução das importações e a continuidade do financiamento externo são muito importantes para a sustentabilidade do déficit em conta corrente.

Se um país consegue manter um crescimento significativo das exportações, ele pode ajustar um significativo déficit em conta corrente sem a necessidade de uma crise cambial para isso. Por exemplo, durante a crise da dívida, enquanto o valor exportado pela

---

rente. Quando há fuga de capitais de residentes, o país registrará aumento da dívida externa líquida (ou de outros passivos externos), mesmo com equilíbrio na conta corrente.

<sup>3</sup> Diversos autores, como Milesi-Ferreti e Razin (1996) e Sachs e Williamson (1985), já defenderam isso.

Coreia do Sul subiu 39% em três anos — entre 1980 e 1983 —, a da América do Sul e Central caiu 12%. Isso fez com que as importações tivessem que ter uma redução de 30% na América do Sul e Central. E, mesmo assim, a crise de balanço de pagamentos não foi resolvida, porque os serviços da dívida externa, que já eram altos, cresceram rapidamente. Em contraste, a Coreia do Sul, apesar de ter mantido uma expansão do PIB média de 8% a.a. no período, reduziu o déficit em conta corrente em proporção das exportações de bens de 30% em 1980 para 6% em 1983.

Em particular, as perspectivas para o crescimento das exportações brasileiras nos próximos anos não são muito positivas. Em primeiro lugar, o Brasil é atualmente muito dependente das exportações de matérias-primas. De acordo com a Organização Mundial do Comércio (OMC), nos últimos dois anos, cerca de dois terços das exportações brasileiras são de matérias-primas. Até 2007, as exportações de manufaturas eram maiores do que as de matérias-primas. E, como será discutido na próxima seção: (i) as expectativas para os preços das matérias-primas não são favoráveis; e (ii) grande parte dos mercados das exportações brasileiras de manufaturas e parcela significativa dos principais concorrentes são países com crescente vulnerabilidade externa.

Em segundo lugar, o Brasil não tem diversificado a pauta de exportações. Ao contrário, produtos que o Brasil detém parcela significativa do comércio mundial (minério de ferro, soja, carne, celulose de fibra curta) aumentaram suas participações na pauta de exportações brasileiras. Dessa forma, a possibilidade que a desvalorização da taxa de câmbio real eleve o valor exportado pelo Brasil é mais limitada, pois um aumento da oferta brasileira tenderia a provocar uma queda significativa dos preços desses bens. Em contraposição, o Brasil perdeu participação nas exportações mundiais na maioria dos bens industriais nos últimos oito anos. Entre 2005 e 2012, dos 10 segmentos industriais que a OMC disponibiliza dados do comércio mundial (fármacos, químicos, produtos siderúrgicos, bens de informática, equipamentos de telecomunicações, semicondutores e componentes eletrônicos, produtos automotivos, maquinaria e outros equipamentos de transporte e outras manufaturas), o Brasil só ganhou participação em dois deles (fármacos e químicos). Em todos os outros, o País reduziu seu *market-share*.

Em terceiro lugar, há indicações de que a expansão da capacidade de produção de bens industriais tem sido muito reduzida. Apesar da produção da indústria de transformação no Brasil *per capita* estar no

mesmo nível que em 2005, não houve, no período, aumento da capacidade ociosa na indústria.<sup>4</sup>

Por outro lado, deve-se mencionar que o aumento da produção de petróleo na camada pré-sal nos próximos anos tende a elevar substancialmente as exportações brasileiras de petróleo e/ou de derivados, o que deverá limitar o aumento do déficit em conta corrente.

Em relação às perspectivas de compressão das importações, a situação também não é positiva. O principal fator para isso é o baixo crescimento econômico que o Brasil tem apresentado nos últimos anos. Quando um país apresenta uma elevada taxa de crescimento econômico, particularmente da indústria de transformação, as importações tendem a crescer rapidamente, devido ao surgimento de gargalos na produção e à elevada taxa de investimento da economia.<sup>5</sup> Contudo, quando há uma forte desaceleração econômica, as importações de insumos e de bens de capital e de consumo tendem a cair significativamente, porque enquanto a expansão da capacidade de produção continuará a subir rapidamente, o consumo de bens de capital tende a cair.

Além disso, a redução das importações é realizada pela queda da taxa de crescimento do PIB e pela desvalorização cambial. Contudo, não é desejável para o País diminuir ainda mais a já reduzida taxa de crescimento econômico vigente no Brasil, atualmente. E o fato de a inflação, desde 2008, ter ficado próxima do teto da meta, mesmo com a taxa de câmbio valorizada no período, isso poderá vir a limitar o ajuste via desvalorização cambial.

Em relação ao déficit da balança de rendas, o estoque de passivo externo líquido é um fator crucial para a determinação desse déficit. Dessa forma, é esperável que a manutenção de significativos déficits em conta corrente mantenha o crescimento da renda líquida enviada ao exterior. O fato de o Brasil estar com um elevado nível de reservas internacionais aumenta o déficit de rendas, pois a remuneração das reservas internacionais está atualmente muito mais baixa do que o rendimento do passivo externo.

<sup>4</sup> Pelas estimativas de população do IBGE, entre 2005 e 2012, a população brasileira cresceu 7,0%. A expansão da indústria de transformação foi de 7,7% no período. A utilização da capacidade instalada da indústria passou de 83,5% em 2005 para 83,9% em 2012 (Ipea, 2013).

<sup>5</sup> Pela complexidade do setor de máquinas e equipamentos, a proporção de bens importados nesse setor tende a ser significativamente mais elevada do que a de outros bens industriais. É esperável que o crescimento econômico acelerado provoque o surgimento de uma diversidade de gargalos, porque a expansão das demandas e (d)as ofertas dos diferentes setores industriais provocam defasagens e trajetórias muito distintas.

Já a balança de serviços deve permanecer pressionada pela crescente despesa com aluguel de plata-

formas, que, em 2012, foi responsável por 23% das importações de serviços pelo Brasil.

Quadro 1

Períodos de déficit em conta corrente e suas respectivas crises cambiais desde o início da série de Balanço de Pagamentos do Banco Central, no Brasil — 1947

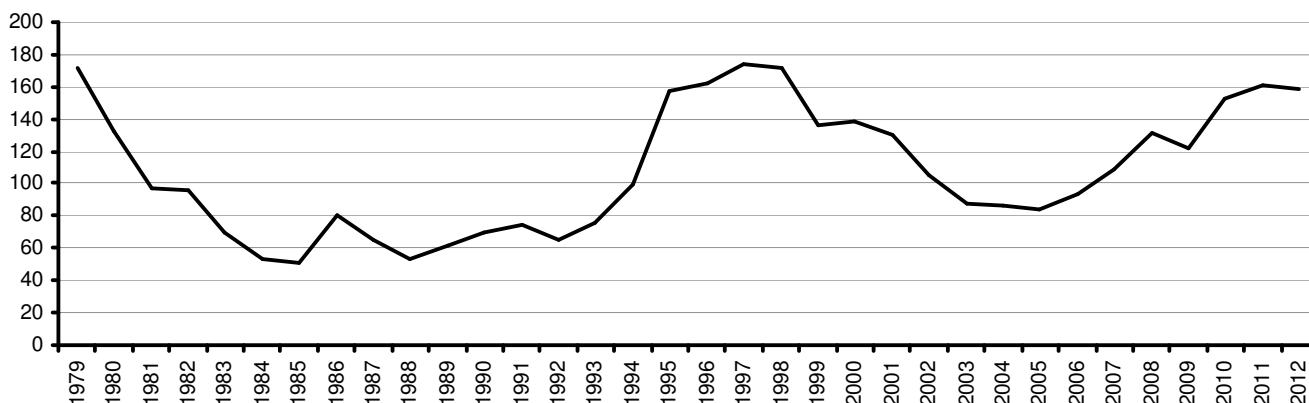
PERÍODOS DE DÉFICIT EM CONTA CORRENTE	DÉFICIT MÉDIO	DÉFICIT NO ANO ANTERIOR À CRISE	ANOS DE CRISE ECONÔMICA	ACONTECIMENTO POLÍTICO ASSOCIADO À CRISE ECONÔMICA
1957-1962	2,1% do PIB em seis anos	2,3% em 1962	1963 a 1965	Turbulência política e golpe de estado
1968-1980	3,6% do PIB em 13 anos	5,4% em 1980	1981 a 1983	Derrota do governo nas eleições de 1982 Diretas já
1995-1998	3,2% em quatro anos	4,0% em 1998	1999 a 2003	Forte queda da popularidade de FHC em 1999 Eleição de Lula em 2002
2008-2013	2,0% em seis anos	3,6% em 2013 (1)	-	-

FONTE DOS DADOS BRUTOS: BCB (2013).

(1) 12 meses até agosto de 2013.

Gráfico 1

Relação entre *quantum* importado e exportado no Brasil — 1979-2012



FONTE: Funcex (2013).

## 2 Sincronia do ciclo de vulnerabilidade externa no País e no exterior

Um importante determinante para o custo do ajuste externo é a sincronia entre a vulnerabilidade externa e o ciclo internacional. É muito mais fácil ajustar a conta corrente em período de forte dinamismo do mercado internacional e com disponibilidade do financiamento externo. Contudo, a tendência é que os países periféricos aumentem sua vulnerabilidade nos períodos de

*boom* do ciclo internacional.<sup>6</sup> Dessa forma, em geral, quando há reversão dos ciclos internacionais, muitos países periféricos se tornam vulneráveis. No Brasil, em

<sup>6</sup> “Nos ciclos que se afirmaram em 1870, 1920, 1970 ou 1990, os ciclos financeiros dos países desenvolvidos através de inovações e redução da taxa de juros geraram para os países das AL massivos empréstimos e ampla oferta de capital financeiro. Essas circunstâncias favoráveis do lado da oferta criaram uma situação de grande especulação e endividamento público e privado. Esse sobreendividamento externo gerou, por sua vez, elevados déficits em transações correntes não corrigidos por desvalorização cambial. Diante da relutância em reajustar a taxa de câmbio nominal e da elevação da taxa de juros como forma de manter crescentes influxos de capitais, afirmou-se uma consequência comum dos anos de alta liquidez financeira” (Medeiros, 2008, p. 124).

particular, isso ocorreu nas décadas de 20, 70 e 90 do século passado.

Na primeira década do século XXI, o cenário internacional foi muito favorável para os países em desenvolvimento e, para o Brasil, em particular. O elevado déficit em conta corrente dos EUA, a significativa — e inédita — perda de participação dos países desenvolvidos nas exportações de manufaturas e a forte melhora dos termos de troca em favor das matérias-primas facilitava a obtenção de superávits em conta corrente no Brasil. A melhora do saldo em conta corrente foi generalizada na periferia.<sup>7</sup> Esse é um dos principais motivos para explicar por que o financiamento externo para a periferia se tornou bem mais barato e abundante e por que o risco de crise cambial ficou bem menor (Frenkel, 2013). Nessa situação benigna, o ajuste externo tinha um custo relativamente reduzido, pois: (i) o forte crescimento do comércio mundial permitia reverter eventuais déficits em conta corrente apenas com uma desaceleração da expansão das importações; e (ii) a abundância de financiamento externo barato possibilitava que o ajuste externo não precisasse ser feito de forma rápida. De qualquer forma, nesse período, o Brasil não necessitava ajustar a conta corrente, pois ela estava positiva.

A valorização cambial — real e/ou nominal — da moeda da grande maioria dos países emergentes, a forte desaceleração econômica nas potências centrais e o aumento do superávit na conta corrente da China aumentaram a proporção de países periféricos com déficit em conta corrente.<sup>8</sup> Contudo, após a crise internacional de 2008-09, uma combinação de dois fatores — o rápido crescimento da demanda da China e de outros países asiáticos por matérias-primas e a taxa de juros ineditamente baixa — manteve as condições externas favoráveis para a periferia. As contas externas brasileiras foram particularmente beneficiadas por esses dois fatores.

<sup>7</sup> Das 39 maiores economias emergentes em 2006, apenas 10 haviam registrado superávit em conta corrente, no período de 1980 a 2002. Contudo, entre 2003 e 2006, 26 delas passaram a ter saldos positivos nas transações correntes. E, mesmo entre as economias que continuaram a ter déficits, apenas seis aumentaram o déficit em proporção do PIB. Por outro lado, entre as que registraram superávit em conta corrente no primeiro período, apenas uma (a África do Sul) passou a ter superávit. Todas as outras não somente mantiveram saldos positivos, como ampliaram esses saldos em proporção do PIB.

<sup>8</sup> A partir de 2006, houve uma nítida redução do superávit em conta corrente do conjunto dos países emergentes, excluindo a China e os países do Golfo. A partir de 2010, esse conjunto de países registra déficits externos, fato que não acontecia desde 1999.

Mesmo com a taxa de juros brasileira no nível mais baixo historicamente,<sup>9</sup> o diferencial de juros era extremamente favorável para a atração de capital. Nos EUA, na Zona Euro e no Japão, as taxas de juros de curto prazo estão no nível mais baixo já registrado. O rendimento dos títulos públicos de curto prazo do Japão, dos EUA e da Alemanha está virtualmente igual a zero. Desde o início da série anual de taxa de juros de 10 anos nos EUA, em 1962, essa taxa nunca tinha ficado abaixo de 4% a.a. antes da crise de 2008. Desde então, a taxa é decrescente, e, no ano passado, a taxa média foi inferior a 2% a.a. Quando a aplicação em títulos de curto prazo não tem qualquer rendimento e, nos de longo prazo, é alto o risco de perda de capital, é extremamente propícia a especulação em moedas de países emergentes, cuja conta financeira é aberta.

Entre 2009 e 2012, o superávit da conta financeira foi de US\$ 354 bilhões, sendo mais de três vezes maior do que a entrada líquida de capitais entre 1995 a 1998, período de forte entrada de capitais no Brasil. Por outro lado, os termos de troca foram os mais favoráveis para o Brasil desde 1954 e 37% maiores do que a média dos 100 últimos anos, de acordo com dados da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex).

Essa situação internacional especialmente favorável é o que explica a tendência de valorização cambial e de aumento das reservas nos últimos anos, a despeito da queda da quantidade de bens manufaturados e do forte aumento da quantidade importada e do déficit na balança de serviços e de renda.

Contudo, é provável que os termos de troca do Brasil e a taxa de juros dos EUA tendam, nos próximos anos, a ficarem mais próximos de seu padrão histórico. Em particular, o forte crescimento do consumo de minérios pela China<sup>10</sup> tende a se desacelerar fortemente, não só porque deve haver uma redução da taxa de expansão do PIB chinês, como o governo do país planeja diminuir a importância dos investimentos no crescimento do país. Além disso, as elevadas margens de lucro estimularam o investimento em expansão da capacidade mineral, e empresas chinesas têm realizado muito investimentos em aquisição de minas e empresas minerais, o que pode aumentar o poder de barganha do país na negociação dos preços de minérios.

<sup>9</sup> Até a crise de 2008, o menor valor da taxa Selic havia sido de 11,25% a.a. Depois de 2009, a taxa foi maior do que esse valor por poucos meses.

<sup>10</sup> De acordo com a OMC, o valor das importações de minérios pela China multiplicou-se por 14 entre 2002 e 2012.

Desde o início de 2013, houve um aumento significativo da taxa de juros de 10 anos nos EUA. Entre dezembro de 2012 e setembro de 2013, a taxa aumentou de 1,7% a.a. para 2,8% a.a., a maior dos últimos 26 meses. À medida que a taxa de desemprego caía nos EUA, espera-se que haja normalização das condições monetárias no país.

Mas não somente no Brasil houve substancial aumento do déficit em conta corrente. Isso ocorreu em grande parte dos países latino-americanos e africanos nos últimos anos. A mediana do saldo em conta corrente em proporção do PIB nos países da América Latina aumentou de 1,1% em 2005 para 4,1% no ano passado. De acordo com as estimativas do PIB da América Latina para este ano, a mediana do déficit em conta corrente será de 4,8% do PIB. Nesse período, a mediana do saldo em conta corrente dos países da África subsaariana aumentou de 5,1% do PIB em 2005 para 9,2% em 2012. Se a tendência de reversão da tendência da melhora de termos de troca em favor das matérias-primas e de aumento da taxa de juros nos EUA se confirmar, provavelmente muitos países emergentes terão que ajustar suas contas externas por meio de desvalorização cambial e desaceleração do crescimento. Historicamente, países periféricos não conseguiram manter por tempo prolongado financiamento externo abundante, quando registravam déficits em conta corrente grandes e crescentes.

Se houver uma redução dos preços das matérias-primas e aumento da taxa de juros nos EUA, as contas externas brasileiras seriam prejudicadas por dois mecanismos: (i) redução da demanda por produtos manufaturados do Brasil; e (ii) diminuição dos preços das matérias-primas exportadas pelo Brasil. De acordo com o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), no primeiro semestre de 2013, 48% das exportações de manufaturados foi para países da América Latina e Caribe e 7% para a África e Oriente Médio.

Em relação aos produtos básicos exportados pelo Brasil — complexo de soja e minério de ferro —, os principais concorrentes são países desenvolvidos, que não devem sofrer crises cambiais. Contudo, em relação a alguns produtos exportados pelo Brasil, como açúcar e café, os concorrentes são países subdesenvolvidos. E uma desvalorização generalizada de países subdesenvolvidos seria prejudicial ao Brasil.

### 3 Financiamento externo

Desde a segunda metade da década de 90, houve uma grande modificação na estrutura do passivo externo e, conseqüentemente, da balança de rendas. A participação dos juros da dívida externa na renda enviada ao exterior caiu de 71% em 1999 para 32% em 2012. Nesse período, enquanto o Brasil acumulou um superávit na conta financeira de US\$ 524 bilhões, a dívida externa aumentou US\$ 71 bilhões. Isso significa que os outros passivos externos expandiram-se em US\$ 453 bilhões. Em particular, a entrada líquida de investimento estrangeiro direto no Brasil no período foi de US\$ 374 bilhões.

É longa a controvérsia se os investimentos estrangeiros diretos são uma forma de financiamento mais desejável e se ampliam, ou não, a vulnerabilidade externa. Na década de 60, Kalecki (1972) já criticava a posição de que o financiamento externo por meio de investimento direto externo poderia minimizar a vulnerabilidade externa. O autor argumentava, aliás, que a taxa de remuneração do investimento estrangeiro externo era maior do que os empréstimos. Kregel (1996) retoma os argumentos de Kalecki (1972) e amplificava-os, argumentando que: (i) muitos investimentos que são denominados investimento direto são, na verdade, investimentos em carteira; e (ii) por causa das inovações financeiras, os investimentos diretos tornam-se tão líquidos quanto os investimentos em carteira.

Uma posição diametralmente oposta é a de Franco (1996). Esse autor defende que as multinacionais “[...] deixam de ter nacionalidade, ou perdem a noção de ‘matriz’, ao se racionalizarem globalmente.” (Franco, 1996, p. 4). Ele também afirma que as “transnacionais” são fundamentais no comércio mundial e que se espera que o investimento estrangeiro direto provoque naturalmente uma expansão das exportações brasileiras, independentemente dos incentivos e da política econômica do País. Contudo, os fatos parecem não corroborar essas suposições. Em primeiro lugar, o valor do investimento estrangeiro direto nos últimos 20 anos, no Brasil, foi mais do que 10 vezes maior do que o estoque que havia em 1994. Por outro lado, o *quantum* exportado pelo Brasil teve uma expansão relativamente reduzida no período (em média 5,0% a.a.) e concentrada no período em que a moeda esteve desvalorizada, o que contradiz a ideia de Franco (1996), de que o investimento direto estrangeiro aumentaria as exportações naturalmente, independentemente da taxa

de câmbio.<sup>11</sup> Além disso, grande parte das exportações mais dinâmicas atualmente, como soja, minério de ferro, milho, carne, no Brasil é produzida por produtores nacionais.

Em segundo lugar, a ideia de que a lógica das empresas multinacionais não comporta mais o conceito de matriz não é corroborada pelos fatos. As remessas de lucro e os juros dos empréstimos intercompanhia são um dos principais débitos da conta corrente. Nos últimos cinco anos, a remuneração do investimento externo no Brasil foi, em média, US\$ 27 bilhões/ano. Além disso, quando as filiais se tornam antieconômicas, elas tendem a ser abandonadas. Mas, se isso ocorre nas matrizes, como ocorreu com a indústria automobilística dos EUA, em 2008, são utilizados recursos das filiais para resgatá-las.

Em terceiro lugar, a ideia de Franco (1996), de que, se o déficit em conta corrente for financiado por investimento direto externo, ele não irá provocar aumento da vulnerabilidade externa, também é desmentida pelos fatos. Por exemplo, entre 1997 e 2001, a entrada líquida de investimento direto externo correspondeu a 92% do déficit em conta corrente do período. Contudo, isso não foi suficiente para evitar o aumento da vulnerabilidade externa do País nesse período. O mesmo — forte entrada de investimento direto externo seguida de crise cambial — ocorreu com outros países emergentes, como a Argentina, na década de 90.

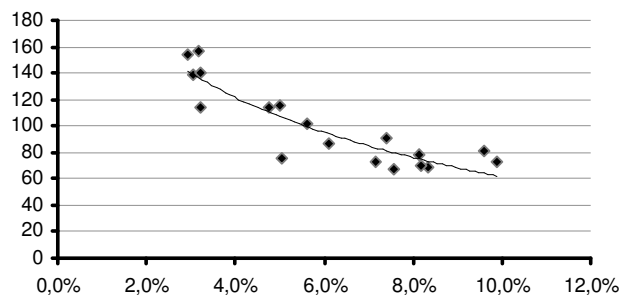
Em uma posição mais moderada, Frenkel (2013) defende que a remuneração do investimento direto externo se obtém em moeda local, pois grande parte dos investimentos é em setores não comercializáveis. Dessa forma, uma desvalorização da moeda provocaria uma redução dessas remessas. O governo do país hospedeiro poderia ainda limitar temporariamente essas remessas, sem incorrer em violação de compromisso. Segundo o autor, em condições normais, uma parcela substancial das remessas é destinada a reinvestimentos. Isso faria com que esse tipo de financiamento fosse razoavelmente automático, o que significaria uma fragilidade externa menor do que no passado. Esse último argumento é bastante criticável, pois, em situações normais, o refinanciamento dos empréstimos é até mais comum do que o reinvestimento de lucros. A dificuldade de financiamento externo é no período de crise e não nos períodos não turbulentos.

Em relação à influência da taxa de câmbio sobre as remessas de lucro, o autor parece estar correto. *Ceteris paribus* um câmbio mais desvalorizado diminui

a massa de lucro, se medida em moeda estrangeira, pelo menos nos setores não comercializáveis. De fato, as remessas de lucro no Brasil têm sido bem menores em períodos de taxa de câmbio real desvalorizada (Gráfico 2).

Gráfico 2

Correlação entre taxa de remuneração do investimento direto externo e taxa de câmbio real no Brasil — 1995-2012



FONTES DOS DADOS BRUTOS: BCB (2013).  
FMI (2013).

Contudo, há algumas considerações a serem feitas. Em primeiro lugar, as condições atuais — de valorização cambial no Brasil e baixas taxas de juros internacionais — fazem com que o custo do financiamento externo denominado em moeda local, como investimentos diretos e em dívida pública interna, seja bem maior do que o da dívida externa. Isso se reflete no elevado déficit na balança de rendas, nos últimos anos. Com a forte queda da taxa de juros internacionais e do Risco-Brasil, se o financiamento externo nos últimos anos tivesse sido basicamente por meio de empréstimos em dólares, o custo do passivo externo do Brasil atual seria bem mais baixo.

Em segundo lugar, a estrutura do passivo externo é dinâmica. Possivelmente, à medida que o risco de desvalorização cambial for aumentando, os investidores externos prefeririam financiar o Brasil por meio de ativos denominados em dólar. De fato, nos últimos anos, houve uma reversão da tendência de queda da dívida externa.<sup>12</sup>

Em terceiro lugar, o fato de a remuneração do investimento direto externo não ser contratual, como ocorre com a dívida externa, não significa, necessariamente, que, em momentos de crise, haverá redução dessas remessas. Por exemplo, durante a crise de 2008, os problemas de caixa nas matrizes das multinacionais elevaram bastante as remessas de lucro. O

<sup>11</sup> No período de câmbio desvalorizado (1999 a 2005), a expansão média da quantidade exportada foi de 13,6% a.a., enquanto o crescimento médio no restante do período foi de 1,5% a.a.

<sup>12</sup> Enquanto, entre 1998 e 2009, houve uma redução da dívida externa bruta de US\$ 240 bilhões para US\$ 198 bilhões, ela aumentou para US\$ 318 bilhões no primeiro semestre de 2013.



mesmo pode ocorrer, quando o risco de desvalorização cambial aumenta.

Em quarto lugar, a particularidade do investimento externo direto no Brasil estar se concentrando em setores não comercializáveis não é uma proteção do País contra a crise cambial, como Frenkel (2013) parece indicar. Uma queda dos preços das *commodities* resultará em deterioração do saldo comercial sem correspondente diminuição do déficit na balança de rendas.

Por último, deve-se observar que o aumento da participação do investimento direto externo no estoque do passivo externo brasileiro tem o problema de relacionar o crescimento econômico do Brasil com o déficit na balança de rendas, pois um crescimento econômico acelerado tende a elevar a massa de lucros das multinacionais. A principal implicação disso é que a aceleração do crescimento tende a agravar bastante o déficit externo.

## 4 Reservas e flexibilidade cambial

A elevada quantidade de reservas que o Brasil acumulou nos últimos anos é o indicador das contas externas mais positivo para o País atualmente. Entre o final de 2005 e 2012, as reservas internacionais passaram de US\$ 53,7 bilhões para US\$ 373,1 bilhões, o que significa que praticamente multiplicaram por sete no período.

Diversos autores, como Barbosa (2011), defendem que esse indicador foi fundamental para o País enfrentar relativamente bem a crise internacional de 2008-09. Lara (2012) destaca a diferença da situação recente do Brasil com a da crise cambial de 1999, quando foi obrigado a recorrer ao FMI.

Contudo, um pouco antes da crise da dívida e da crise cambial de 1999, o Banco Central do Brasil também havia acumulado quantidade significativa de reservas internacionais e perdeu reservas rapidamente, de tal modo que, no momento mais agudo dessas crises cambiais, a quantidade de reservas era insuficiente para minimizar o ataque cambial. O caso da crise cambial de 1999 é mais extremo: em apenas um mês, setembro de 1998, o Brasil perdeu US\$ 21 bilhões, o equivalente a quase um terço das reservas do País. Se não fosse pelo reforço de caixa assegurado pelo FMI, as reservas em janeiro de 1999 teriam sido três vezes menores do que em abril de 1998. O contraste com a crise de 2008-09 é notável: em setembro de 2008, o

mês que o Brasil mais perdeu reservas, a redução foi de 5%.

A principal diferença no desempenho das reservas nos dois períodos foi o regime cambial. Quando há abertura financeira e taxa de câmbio fixa, o ataque cambial resulta necessariamente em perda de reservas. Por motivos eleitorais, o Governo adiou a decisão de adotar câmbio flutuante, o que representou um custo grande ao País. A relação entre passivos externos, denominados em moeda local, e reservas internacionais teria sido muito mais favorável se a desvalorização ocorresse antes da perda de reservas.

De qualquer forma, não é garantido que, em um regime flexível, um país conseguirá evitar a perda de reservas antes da desvalorização. Apesar de ter uma taxa de câmbio flexível, durante a crise de 2008, a Rússia perdeu US\$ 140 bilhões de reservas em apenas cinco meses, porque o Banco Central do país recusou aceitar uma desvalorização significativa da taxa de câmbio.

Quando há um sistema de metas de inflação, o banco central tenta evitar uma desvalorização muito acentuada do câmbio, sob pena de que a inflação fique acima do teto da meta. Para evitar isso, ele pode elevar a taxa de juros e vender reservas. Mas essa decisão irá depender de três fatores: (i) a expectativa e a aversão ao risco de ocorrerem ataques cambiais mais fortes no futuro; (ii) o desempenho da taxa de inflação; e (iii) a flexibilidade do banco central em cumprir a meta. No caso da crise recente no Brasil, havia uma determinação de preservação das reservas, em virtude que não se sabia o tamanho da crise internacional. Outro fator importante foi o fato de que o ataque cambial veio acompanhado de forte queda dos preços das *commodities*, o que permitiu que uma expressiva desvalorização não viesse acompanhada por aceleração inflacionária.

Não é garantido que essas condições se mantenham no futuro, de modo que permita que o País não perca uma grande parcela de reservas antes do ataque cambial mais forte. Contudo, podem ser feitas algumas observações. Por um lado, a quantidade de reservas é um importante norte da atual política econômica, e é desejável que haja um esforço do Governo para preservá-las. Por outro lado, a persistência da inflação e a deterioração das contas externas tendem a induzir a atuação do Banco Central no mercado cambial.

## Conclusão

Mesmo com o baixo crescimento econômico do Brasil e com os termos de troca especialmente favoráveis, o País está apresentando um déficit em conta corrente substancial. Caso haja normalização das condições monetárias nos EUA e retorno dos termos de troca do Brasil para um nível próximo do padrão histórico, o mercado cambial brasileiro tenderá a ficar pressionado. Além disso, há uma deterioração das condições externas nos países da América do Sul e Central, que são importantes mercados para as exportações brasileiras de manufaturas. O fato de o País deter importantes parcelas no mercado mundial, nos principais produtos básicos e semimanufaturados, diminui substancialmente a eficiência da desvalorização em aumentar o valor exportado.

Por outro lado, as reservas brasileiras são suficientes para evitar uma crise cambial no curto prazo. Elas atualmente correspondem a cinco anos de déficit em conta corrente. No auge, antes da crise de 1999, elas eram iguais a dois anos. E a flexibilidade cambial tende a preservá-las. Além disso, a desvalorização cambial tende a reduzir as remessas de lucro. De qualquer forma, a desvalorização, principalmente se for muito acentuada, tem efeitos bastante negativos para os trabalhadores e para firmas endividadas em dólar. Uma das opções do Governo para minimizar esses efeitos negativos para a sociedade pode ser a utilização dos ganhos financeiros com a valorização em reais das reservas internacionais na redução dos impostos indiretos sobre bens e serviços de consumo popular e com subsídios às tarifas públicas.

Por fim, mais preocupante do que o risco de crise cambial no médio prazo é a limitação do crescimento do PIB brasileiro. Uma aceleração econômica tende a resultar em um forte aumento do déficit em conta corrente, não somente por causa da elasticidade-renda das importações, mas também pela elevada e crescente desnacionalização da economia. As multinacionais atualmente são dominantes ou detêm grandes parcelas da maioria dos setores da economia brasileira. Um aumento acentuado da massa de lucros no Brasil inevitavelmente expandirá o déficit na balança de rendas. Só será possível conciliar crescimento econômico significativo com saldos em conta corrente sustentáveis, se houver uma taxa de câmbio significativamente mais desvalorizada e um esforço bem-sucedido do governo em aumentar as exportações e diminuir a elasticidade-renda das importações.

## Referências

- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Séries Temporais**. 2013. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/series/port/aviso.asp>>. Acesso em: out. 2013.
- BARBOSA, N. Financial regulation and the Brazilian response to the 2008-2009 financial crisis. **Revista de economia política**, São Paulo, v. 31, n. 5, p. 848-852, 2011.
- BIANCARELI, A. M. Perspectiva da economia brasileira: notas sobre o setor externo. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA (AKB), 4., 2011, Rio de Janeiro. [**Trabalhos apresentados**]. Rio de Janeiro: AKB, 2011. p. 1-16.
- FRANCO, G. H. B. **A inserção externa e o desenvolvimento**. [S.l.: s.n.], 1996. Mimeografado.
- FRENKEL, R. Las perspectivas de América Latina en materia de endeudamiento externo. In: CONFERENCIA LA CRISIS DE LA DEUDA TREINTA AÑOS DESPUÉS, 2013, Cidade do México. [**Trabalhos apresentados**]. México, DF: CEPAL, 2013. p. 1-36.
- FUNDAÇÃO CENTRO DE ESTUDOS DO COMÉRCIO EXTERIOR (FUNCEX). **FuncexData**. 2013. Disponível em: <<http://www.funcex.org.br/>>. Acesso em: out. 2013.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). **World Economic Outlook Database: atualizado em outubro de 2013**. 2013. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/index.aspx>>. Acesso em: out. 2013.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (Ipea). **Ipeadata**. 2013. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acesso em: out. 2013.
- KALECKI, M. Formas de ajuda externa: uma análise econômica. In: MIGLIOLI, J. (Org). **Kalecki**. São Paulo: Ática, 1972.
- KREGEL, J. Riscos e implicações da globalização sobre a autonomia das políticas nacionais. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 7, p. 29-49, 1996.
- LARA, F. M. A política econômica e os condicionantes externos ao crescimento na economia brasileira recente. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 40, n. 1, p. 21-32, 2012.

MEDEIROS, C. A. de. Dependência financeira e ciclos econômicos na América Latina. In: SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. **Economia do desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas**. Rio de Janeiro: Elsevir, 2008. p. 118-134.

MILESI-FERRETTI, G. M.; RAZIN, A. **Current Account Sustainability**. Princeton: Princeton University, 1996. (Princeton Studies in International Finance, n. 81).

SACHS, J.; WILLIAMSON, J. External debt and macroeconomic performance in Latin America and East Asia. **Brookings Papers on Economic Activity**, Washington, D.C., v. 16, n. 2, p. 523-573, 1985.

