

## **DÍVIDA PÚBLICA E PASSIVO EXTERNO: onde está a ameaça?**

**Denise Lobato Gentil**

Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

**Victor Leonardo de Araújo**

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)

### **DÍVIDA PÚBLICA E PASSIVO EXTERNO: onde está a ameaça?**

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

**Palavras-chave:** Dívida pública, passivo externo, economia brasileira.

### **PUBLIC DEBT AND EXTERNAL LIABILITY: where is the threat?**

**Abstract:** This work aims to analyze if the trajectory and composition of net and gross, public debt and external liabilities can hinder the growth of Brazilian GDP. The work concludes that fiscal indicators are more comfortable than external indicators show. The net public debt is falling and it is less linked to exchange rate variations; the gross public debt is rising but it finances more public investment and public enterprises than monetary policy operations. External sector represent a bigger threat: net external liabilities are growing although the recent external assets accumulation; and the short run portion is growing too. The deficit in factor income is growing, and the trade balance is not able to generate surplus in the current account. So, Brazilian economy is more dependent of financial flows, hence more dependent of external liabilities.

**Key words:** Public debt, external liabilities, Brazilian economy.

Recebido em: 11.11.2010. Aprovado em: 16.06.2011.

## 1 INTRODUÇÃO

A segunda metade dos anos 2000, particularmente a partir de 2006, marcou um período de importantes mudanças no desempenho macroeconômico brasileiro, com a retomada do crescimento do PIB e a redução da taxa de desemprego. A recuperação do poder de compra do salário mínimo e a ampliação dos programas de transferência de renda às famílias constituiriam peças fundamentais neste processo, complementados por um cenário internacional favorável composto pela expansão da demanda por *commodities* agrominerais, e pelo aumento da liquidez internacional. A taxa de investimento iniciou uma fase de elevação, com destaque para o avanço do investimento público, notadamente das empresas estatais federais, complementada pela ação das instituições federais de fomento.

Entretanto, alguns indicadores têm apontado incerteza no horizonte da economia brasileira. A manutenção de elevadas taxas de juros e da trajetória de valorização real da taxa de câmbio; o aumento do endividamento externo, agora tendo o setor privado como protagonista; e o aumento do assim chamado passivo externo (sobretudo o de curto prazo) em velocidade superior ao acúmulo de ativos externos sugerem que o problema da crônica restrição externa foi apenas camuflado. No *front* interno, a continuidade do padrão de crescimento brasileiro baseado em políticas sociais e de valorização do salário mínimo, por sua vez, é costumeiramente posta em xeque em decorrência de uma suposta deterioração da situação fiscal, resultado da tentativa de conciliar o crescimento das operações de enxugamento de liquidez devido ao acúmulo de reservas com a necessidade de manter políticas sociais distributivas e de financiamento dos investimentos públicos. O suposto agravamento do quadro fiscal seria ainda intensificado pela maior dependência do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) dos empréstimos do Tesouro Nacional.

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

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

## 2 ENDIVIDAMENTO PÚBLICO: há alguma ameaça neste *front*?

O panorama de redução da dívida pública parece bastante tranquilizador.<sup>1</sup> A Tabela 1, a seguir, mostra a evolução da dívida líquida do setor público (DLSP) como percentual do PIB, no período 2001 – 2010.<sup>2</sup> É possível constatar que a trajetória da DLSP foi de queda acentuada, de 15,5 pontos percentuais, tendo passado de 55,7% em 2002 para 40,2% do PIB em 2010. Não resta dúvida de que, olhando-se apenas a evolução desse indicador, o cenário apresenta-se muito superior ao da década de 1990<sup>3</sup>. Este movimento de redução da dívida refletiu, em grande parte, as contribuições do crescimento anual do PIB numa fase em que a economia brasileira tem tido um dinamismo diferenciado desde 2004. Foi também reflexo da manutenção de elevados superávits primários, sustentados mesmo nos momentos de crise (como foi o resultado primário de -3,5% do PIB em 2008) e nas fases iniciais de transição

Tabela 1 – Dívida Líquida do Setor Público (%) do PIB\*, 2001-2010

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

(\*) PIB valorizado pelo IPCA. Valores da dívida exceto a Petrobras

Fonte: Banco Central do Brasil (2009) e Gobetti e Schettini (2010).

para a recuperação do crescimento (-2,1% em 2009).

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

Ao contrário do comportamento de queda da dívida líquida do setor público, a dívida interna bruta do governo geral passou de 46,7% para 55,4% do PIB entre dezembro de 2001 e junho 2010, um aumento de 8,7 p.p. do PIB. (GOBETTI; SCHETTINI, 2010). O que explicaria tal crescimento e qual sua relevância? A resposta a esta pergunta passa pela análise das fontes de pressão exercidas sobre este passivo, as quais possuem três naturezas distintas.

Primeiro, a que provém das captações de recursos destinados a fornecer empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES e a empresas estatais, que se acentuaram a partir de meados de 2008 e se transformaram num dos mecanismos mais relevantes de reação aos impactos da crise financeira internacional, sobretudo no que se refere à sustentação dos investimentos da Petrobras, empresa estratégica para uma nova etapa de desenvolvimento do país.

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

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

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

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

Deste modo, desde setembro de 2006 até os dias de hoje<sup>4</sup>, a dívida externa líquida tem se tornado crescentemente negativa, isto é, o valor dos ativos externos supera os passivos.

A tabela 4, a seguir, mostra a evolução de queda da dívida externa líquida do setor público a partir de 2004 e a contribuição que tem dado para a redução da dívida líquida total.

Por outro lado, apenas 0,5% dos títulos públicos federais estavam indexados ao câmbio em dezembro de 2010, enquanto no mesmo mês do ano de 2002, este percentual era de 33,5%. Há, portanto, uma mudança radical na composição dos indexadores da dívida interna, reduzindo de forma significativa sua exposição às flutuações cambiais.

Por esses motivos, a dívida líquida do setor público (DLSP), que consolida ativos e

Tabela 2 – Dívida mobiliária federal, 2003 a 2011, R\$ bilhões

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
731,8	810,3	979,6	1 093,5	1 224,9	1 264,8	1 398,4	1 603,	1 665,2

(\*) Até maio

Fonte: Banco Central do Brasil (2009)

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

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

A parcela da dívida pública interna que se expandiu em decorrência de empréstimos ao BNDES e a empresas estatais serviu ao financiamento de empreendimentos produtivos, proporcionará um cenário expansivo para a demanda agregada, elevando o nível de investimento e de emprego e mobilizando recursos que, em parte, se converterão em arrecadação de impostos. A dívida pública se transforma, assim, num poderoso instrumento de alavanca fiscal, determinando o ritmo dos investimentos e a geração de receitas para se financiar.

Não há dúvida de que a manutenção de determinados ativos acarreta um custo fiscal para a sociedade, na medida em que a sua

remuneração é em geral mais baixa que a dos títulos públicos cuja emissão lhes corresponderam. O diferencial entre a (elevada) taxa de juros das emissões de títulos federais para captação dos recursos destinados a instituições financeiras oficiais e a taxa de retorno (mais baixas) pelas quais o BNDES e demais bancos oficiais vão remunerar o Tesouro acabam por gerar um passivo. Da mesma forma, há também um custo fiscal associado ao diferencial de juros obtidos das aplicações das reservas internacionais (muito baixos) e os juros (elevados) a serem pagos pelo Tesouro dos títulos que lhes servem de contrapartida.

Tais custos já foram objeto de mensuração por alguns estudos do BNDES e pelo próprio Banco Central (este, no caso do custo de manutenção de reservas).<sup>5</sup> Entretanto, se os custos já foram razoavelmente mensurados, o mesmo não se pode dizer com relação aos benefícios. Seria preciso medir o impacto do dinamismo que geram na economia as operações de financiamento de investimentos privados e de consumo das famílias feitas através de bancos públicos, pois elas poderão não apenas compensar, mas até mesmo superar – em termos de efeito multiplicador sobre a renda e a arrecadação de tributos – aquilo que se calcula como custo de diferencial de juros.<sup>6</sup>

Alguns analistas têm avaliado que a ampliação do crédito junto a instituições financeiras oficiais é parte não apenas de uma intervenção estatal de enfrentamento da instabilidade cíclica, mas seria também uma estratégia que objetiva criar no Brasil (via BNDES) grandes empresas nacionais, estatais e privadas, com poder de inserção no mercado mundial. Este seria o caso da concentração de capitais em empresas nacionais no mercado de carnes, telefonia, celulose e petroquímica, alavancadas pelo BNDES.<sup>7</sup> Se essa estratégia é bem sucedida ou não, o fato é que ela não

Tabela 3 – Créditos do Governo, 2006 a 2011

Créditos junto ao BNDES (R\$ milhões)		Crédito junto às Estatais (R\$ milhões)		Reservas em Moeda Estrangeira (US\$ milhões)	
2006	9.953		20.041		
2007	6.645		18.805		
2008	35.454		18.977	190.929	
2009	129.237		16.518	228.644	
2010	236.723		15.274	276.148	
Maio/2011	241.561		14.430	327.025	

Fonte: Banco Central do Brasil (2009)

Tabela 4 – Dívida Externa Líquida do Setor Público, 2001-2010\*

Ano	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
R\$ bilhões	125,1	231,7	189,7	153,2	67,9	(27,8)	(198,4)	(332,4)	(292,5)	(359,7)	(414,9)
% do PIB**	4,60	15,70	11,16	7,89	3,16	(1,17)	(7,45)	(11,00)	(9,20)	(9,80)	(10,80)

(\*) De 2001 a 2010, posição de dezembro; para 2011, posição de maio

(\*\*) PIB acumulado em 12 meses em valores correntes

Fonte: Banco Central do Brasil (2009).

seria novidade. A dívida pública e os bancos públicos têm sido historicamente utilizados pelas diversas nações como um mecanismo de expansão econômica, acumulação de poder e fortalecimento da projeção dos países no plano regional e/ou internacional.<sup>8</sup>

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

A composição da dívida pública, entretanto, não se esgota com as observações até aqui levantadas (e provavelmente não se conclui com os argumentos deste artigo). Há ainda a parcela importante da dívida mobiliária que se expandiu em decorrência apropriação de juros nominais, fruto da operacionalização da política monetária mantenedora de taxas de juros permanentemente elevadas, dentro dos

marcos do regime de metas de inflação e, portanto, associada ao controle da liquidez da economia.

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

- (i) maior for o diferencial entre a SELIC e a TJLP; (ii) maior for a participação das reservas internacionais nos ativos financeiros do setor público; (iii) maior for a taxa SELIC dos anos imediatamente anteriores (uma vez que a dívida bruta é composta de diferentes safras de títulos emitidos em anos diferentes); e (iv) maior for a razão entre a dívida bruta e a dívida líquida. (DOS SANTOS; SILVA, 2010).<sup>9</sup>

Assim, as elevadas taxas SELIC produzidas pelo regime de metas de inflação têm gerado efeitos fiscais consideráveis. O Banco Central atua no mercado aberto lançando títulos públicos para enxugar a liquidez da economia (operações compromissadas) quando a meta da taxa Selic é elevada pelo Comitê de Política Monetária - Copom. É importante mencionar que as emissões de títulos utilizados pela autoridade monetária são, desde a implantação da Lei de Responsabilidade Fiscal, em 2000, uma atribuição do Tesouro. Portanto, cada lançamento de títulos com esse fim impacta diretamente a dívida. Entretanto, conforme expõem com muita clareza Gobetti e Schettini (2010).

Do ponto de vista imediato ou estático, as operações compromissadas do BC não alteram o endividamento porque sua elevação sempre tem como contrapartida o igual enxugamento da base monetária [passivo do BC, embora sem custo]. Do ponto de vista dinâmico, entretanto, a substituição de um passivo como a base monetária, sobre o qual o governo não paga juros, por outro

passivo mobiliário, remunerado pela taxa Selic, impõe um custo para o Tesouro que nada tem a ver com a política fiscal.

O custo é a apropriação dos juros.

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

Por fim, há que se considerar que a política de acúmulo de reservas cambiais – que provoca um aumento de passivo porque é financiada por dívida mobiliária interna de custo elevado enquanto o ativo externo tem baixa rentabilidade – tem um efeito adicional sobre o endividamento público de acordo flutuação do câmbio. Em fases de depreciação cambial, há uma redução do endividamento público, porque as reservas se valorizam, enquanto nas fases de apreciação cambial a dívida líquida se eleva, porque provoca desvalorização das reservas. Em 2008, por exemplo, quando o câmbio se depreciou em 32%, exerceu uma contribuição de 2,6 pontos percentuais do PIB para a redução anual do endividamento líquido. Em 2009, com a rápida apreciação de 25,5% do câmbio ocorreu um impacto de 2,5 pontos percentuais do PIB para o aumento da dívida líquida. Em 2010 a valorização cambial acumulada no ano foi de 4,3%, o que resultou num acréscimo de 0,5 pontos percentuais do PIB na dívida líquida.<sup>10</sup>

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

contribuindo para reduzir a dívida líquida do setor público. Assim, como a dívida favorecedores da continuidade (e mesmo crescimento) da taxa de investimento da economia e, assim, elevam as chances de sustentação do crescimento no futuro. Resta saber se terão a profundidade e a qualidade essenciais para promover as necessárias transformações estruturais e se serão acompanhados da adequada política monetária e cambial que reduza o custo fiscal dessa estratégia.

### 3 O PASSIVO EXTERNO: ameaça real

Uma vez analisados os riscos oferecidos pelo endividamento público interno à continuidade da trajetória de crescimento do PIB, convém analisar agora os riscos advindos do *front* externo. De forma análoga ao que foi feito na seção anterior, a análise priorizará as variáveis que remetem aos estoques, e por isso começaremos pelo passivo externo bruto brasileiro. Definido como o total de débitos ou compromissos de um país em moeda forte (LACERDA; OLIVEIRA, 2009), este conceito considera não somente a dívida externa pública e privada, como também os investimentos estrangeiros (diretos e em carteira). Do ponto de vista analítico, o conceito permite visualizar as potenciais pressões que aqueles compromissos exercem sobre as reservas cambiais. Esta análise é importante porque constitui uma das dimensões através das quais é possível mensurar o grau de vulnerabilidade externa de uma economia. Este outro conceito, por sua vez, está associado à (baixa) capacidade de uma economia resistir a pressões, fatores desestabilizadores ou choques externos. (GONÇALVES, 2006, p. 36).

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

Outro conceito útil é o de passivo externo líquido (doravante PEL), definido subtraindo-se os ativos externos em moeda forte do passivo externo bruto (PEB). Este conceito denota a

capacidade dos compromissos externos serem saldados pela liquidação desses ativos, notadamente as reservas internacionais. A tabela 5 a seguir apresenta os dados referentes ao passivo externo brasileiro de 2003 a 2010.

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

### 3.1 Dívida externa

Entre dezembro de 2003 e dezembro de 2005, este item apresentava trajetória de queda, induzida essencialmente pela redução da dívida do setor privado, pela redução do estoque de dívida em poder da autoridade monetária (equivalente à quitação da dívida com o Fundo Monetário Internacional) e em menor escala pela redução da dívida do governo geral.

Esta conjuntura foi modificada a partir dos eventos que marcaram o último trimestre de 2008, mas a normalidade foi logo retomada, de modo que o biênio seguinte marcou um novo ciclo de expansão da dívida externa privada, notadamente o ano de 2010. A rápida recuperação da liquidez internacional a partir da política monetária frouxa implementada pelos países desenvolvidos, associada ao novo ciclo de elevação da taxa básica de juros pelo Banco Central do Brasil a partir de 2010, teria induzido operações de arbitragem por parte do setor privado brasileiro, captando recursos no exterior na modalidade de empréstimos. Enquanto o setor produtivo utiliza estes recursos como substituição às fontes internas de financiamento<sup>11</sup>, o setor bancário os utiliza como *funding* para expansão de suas operações de crédito, captados a taxas mais favoráveis e sobre as quais impõem elevados spreads.

Composta essencialmente por dívida do setor privado, a dívida externa brasileira assumiu, assim, uma dinâmica em parte colada à trajetória da taxa de juros doméstica, devido ao movimento descrito acima, qual seja, de aumento da captação de recursos externos nos momentos de aperto da política monetária. Com efeito, os bancos assumiram a primazia na composição da dívida externa, representando cerca de 40% do total. Também é notável a expansão da componente de curto prazo dessa dívida, a qual atingiu, em dezembro de 2010, 22% contra pouco mais de 9% em dezembro de 2003, conforme Tabela 6.

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

### 3.2 Estoque de investimentos

O aumento da participação das duas componentes de investimentos estrangeiros (diretos e em carteira) no passivo externo sinaliza, por tautologia, que ambas crescem a velocidade superior à dívida. A natureza das duas modalidades é distinta. O investimento direto externo (IDE) possui uma natureza mais estável, e por isso foi pouco afetado pela crise financeira de 2008 (tabela 5). Em geral seu comportamento é explicado a partir de determinantes outros que não os ganhos de curto prazo. (CARNEIRO, 2002). Já o investimento em carteira, este sim motivado por ganhos financeiros de curto prazo, constitui uma modalidade mais instável. De fato, a maior parte da redução do passivo externo brasileiro ocorrida em 2008 concentrou-se nesta modalidade (Tabela 5). De forma análoga, a retomada da expansão do PEB ocorrida já a partir do ano seguinte também está essencialmente associada ao retorno do investimento externo em carteira: a redução das taxas de juros nos países desenvolvidos como resposta à crise financeira rapidamente recompôs o volume de liquidez internacional, garantindo a retomada de fluxos de capitais em portfolio para o Brasil.<sup>12</sup>

Por sua natureza volátil, o estoque de investimento em carteira pode ser considerado um passivo de curto prazo. Somado à dívida de curto prazo, chega-se ao conceito de passivo externo bruto de curto prazo. Este conceito é útil porque mede a pressão exercida pelos compromissos vencidos no curto prazo sobre as reservas cambiais, com maior potencial gerador de instabilidade econômica. Conforme os dados da tabela 5 permitem visualizar, a parcela de curto prazo do passivo externo bruto

brasileiro tem apresentado uma tendência ascendente, interrompida com a crise financeira de 2008, mas retomada logo em seguida – e o investimento em carteira foi a componente que respondeu por este movimento. É importante notar que as componentes de curto prazo do PEB brasileiro foram as mais sensíveis à crise de 2008.

### 3.3 Passivo externo líquido

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

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

A política agressiva de composição das reservas internacionais implementada pelo Banco Central, notadamente a partir de 2006,<sup>13</sup> permitiu que a relação PEB de curto prazo/reservas internacionais caísse de forma expressiva entre 2005 e 2007. A fuga de capitais observada nos meses referentes à crise financeira explica a queda deste indicador em 2008. A continuidade da política de acúmulo de reservas internacionais a partir de 2009 não foi capaz de contra-arrastar o crescimento do PEB, de modo que o PEL tem crescido a taxas bastante aceleradas entre 2008 e 2010 (Tabela 5). O acúmulo de obrigações essencialmente de curto prazo provocou uma

deterioração do indicador PEB de curto prazo/reservas internacionais, ainda que este último permaneça em patamar inferior ao pré-crise.

Dado o volume de reservas internacionais, que em dezembro de 2010 totalizava US\$ 288 bilhões, esses indicadores de solvência dizem menos respeito à capacidade do País resistir a um ataque especulativo<sup>14</sup> e mais à volatilidade dos mercados financeiros domésticos, cujas dimensões ainda são diminutas quando comparadas às dos países desenvolvidos. Particularmente, a deterioração destes indicadores aponta para maior volatilidade na taxa de câmbio nominal nos momentos de reversão dos fluxos financeiros, bem como para uma maior volatilidade da taxa de juros nominal como provável resposta da política monetária sob a lógica do regime de metas de inflação.

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

### 3.4 Análise dos fluxos

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

A reforçar o déficit da conta de rendas, o saldo da conta de serviços também tem se deteriorado, especialmente nos itens referentes a viagens internacionais e aluguel de máquinas e equipamentos. Trata-se de itens cuja dinâmica é mais fortemente vinculada aos movimentos internos da economia, em particular à expansão da renda doméstica e à taxa de câmbio sobrevalorizada. A rubrica de aluguel de máquinas e equipamentos acaba por mascarar

Tabela 5 – Passivo externo brasileiro: dez-2003 a dez/2010

Discriminação	dez-03		dez-04		dez-05		dez-06		dez-07		dez-08		dez-09		dez-10	
	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%						
A) Dívida externa	214 930	34,57	201 374	31,10	169 450	25,90	172 589	22,12	193 219	17,35	198 340	22,29	198 192	15,51	256 804	16,56
Curto prazo	20 194	3,25	18 743	2,89	18 776	2,87	20 323	2,60	38 901	3,49	36 444	4,10	30 972	2,42	57 307	3,70
Longo prazo	194 736	31,33	182 631	28,20	150 674	23,03	152 266	19,51	154 318	13,86	161 896	18,19	167 220	13,08	199 497	12,87
Governo geral (longo prazo)*	83 093	13,37	82 251	12,70	81 635	12,48	70 757	9,07	66 043	5,93	62 555	7,03	64 372	5,04	65 127	4,20
Autoridade monet. (longo prazo)*	28 850	4,64	25 394	3,92	301	0,05	157	0,02	14	0,00	10	0,00	4 513	0,35	4 446	0,29
Bancos	42 136	6,78	39 400	6,08	39 090	5,98	44 522	5,71	75 009	6,74	74 237	8,34	63 623	4,98	103 143	6,65
Curto prazo	17 995	2,89	17 780	2,75	17 959	2,75	19 072	2,44	38 184	3,43	34 943	3,93	28 497	2,23	51 079	3,29
Longo prazo	24 141	3,88	21 620	3,34	21 131	3,23	25 451	3,26	36 825	3,31	39 294	4,42	35 126	2,75	52 063	3,36
Outros setores	60 860	9,79	54 329	8,39	48 424	7,40	57 163	7,32	52 153	4,68	61 538	6,91	65 684	5,14	84 088	5,42
Curto prazo	2 199	0,35	963	0,15	817	0,12	1 245	0,16	694	0,06	1 484	0,17	2 475	0,19	6 228	0,40
Longo prazo	58 651	9,43	53 366	8,24	47 607	7,28	55 908	7,16	51 459	4,62	60 054	6,75	63 209	4,95	77 860	5,02
B) Estoque de invest. externos	406 716	65,43	446 145	68,90	484 775	74,10	607 735	77,88	920 284	82,65	691 588	77,71	1 079 881	84,49	1 293 660	83,44
Investimento estrangeiro direto	132 818	21,37	161 259	24,90	181 544	27,72	220 621	28,27	309 668	27,81	287 697	32,33	400 808	31,36	472 579	30,48
Investimentos em carteira	166 095	26,72	184 758	28,53	232 552	35,52	303 583	38,90	509 648	45,77	287 533	32,31	561 848	43,96	656 284	42,33
Derivativos	125	0,02	320	0,05	219	0,03	445	0,06	1 771	0,16	2 450	0,28	3 413	0,27	3 781	0,24
Outros investimentos	107 678	17,32	99 809	15,41	70 859	10,83	83 087	10,65	99 197	8,91	113 908	12,80	113 813	8,91	161 016	10,39
<b>Passivo externo bruto</b>	<b>621 646</b>	<b>100,00</b>	<b>647 520</b>	<b>100,00</b>	<b>654 225</b>	<b>100,00</b>	<b>780 324</b>	<b>100,00</b>	<b>1 113 503</b>	<b>100,00</b>	<b>889 928</b>	<b>100,00</b>	<b>1 278 073</b>	<b>100,00</b>	<b>1 550 464</b>	<b>100,00</b>
<b>Curto prazo</b>	<b>186 414</b>	<b>29,99</b>	<b>203 821</b>	<b>31,48</b>	<b>251 347</b>	<b>38,42</b>	<b>324 351</b>	<b>41,57</b>	<b>550 321</b>	<b>49,42</b>	<b>326 427</b>	<b>36,68</b>	<b>596 233</b>	<b>46,65</b>	<b>717 373</b>	<b>46,27</b>
<b>Longo prazo</b>	<b>435 232</b>	<b>70,01</b>	<b>443 699</b>	<b>68,52</b>	<b>402 878</b>	<b>61,58</b>	<b>455 974</b>	<b>58,43</b>	<b>563 182</b>	<b>50,58</b>	<b>563 501</b>	<b>63,32</b>	<b>681 840</b>	<b>53,35</b>	<b>833 091</b>	<b>53,73</b>
Estoque de investimentos no exterior	84 927	63,27	95 601	64,36	114 383	68,01	153 035	64,07	192 403	51,62	214 191	52,50	240 798	50,24	304 529	51,34
Invest. direto brasileiro no exterior	54 892	40,90	69 156	46,59	79 259	47,13	113 925	47,69	139 886	37,53	155 668	38,16	164 523	34,32	180 949	30,51
Investimentos em carteira3/	6 950	5,18	9 353	6,30	10 834	6,44	14 429	6,04	19 515	5,24	14 910	3,65	16 519	3,45	21 303	3,59
Derivativos	81	0,06	109	0,07	119	0,07	113	0,05	142	0,04	609	0,15	426	0,09	293	0,05
Outros investimentos	23 004	17,14	16 943	11,41	24 171	14,37	24 567	10,28	32 859	8,82	43 003	10,54	59 331	12,38	101 984	17,20
III - Posição das reservas - conceito caixa	40 296	36,73	52 935	35,64	53 799	31,99	85 939	35,93	180 334	48,38	193 783	47,50	238 520	49,76	288 575	48,66
<b>Ativo externo</b>	<b>134 223</b>	<b>100,00</b>	<b>148 536</b>	<b>100,00</b>	<b>168 182</b>	<b>100,00</b>	<b>238 874</b>	<b>100,00</b>	<b>372 736</b>	<b>100,00</b>	<b>407 974</b>	<b>100,00</b>	<b>479 318</b>	<b>100,00</b>	<b>593 103</b>	<b>100,00</b>
<b>Passivo externo líquido</b>	<b>487 423</b>		<b>498 983</b>		<b>486 042</b>		<b>541 451</b>		<b>740 766</b>		<b>481 954</b>		<b>798 755</b>		<b>957 360</b>	
PEB CP/PEB	0,30		0,31		0,38		0,42		0,49		0,37		0,47		0,46	
PEB LP/PEB	0,70		0,66		0,62		0,58		0,51		0,63		0,53		0,54	
<b>PEB CP/reservas internacionais</b>	<b>3,78</b>		<b>3,85</b>		<b>4,67</b>		<b>3,78</b>		<b>3,05</b>		<b>1,68</b>		<b>2,50</b>		<b>2,49</b>	

\*As posições de curto prazo nessas rubricas são próximas de zero.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis pelo Banco Central do Brasil (2009).

Tabela 6 – Composição da dívida externa brasileira

Composição da dívida externa	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08	dez-09	dez-10
I – Governo geral	38,7	40,8	48,2	41,0	34,2	31,5	32,5	25,4
Curto prazo	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Longo prazo	38,7	40,8	48,2	41,0	34,2	31,5	32,5	25,4
II – Autoridade monetária	13,4	12,6	0,2	0,1	0,0	0,0	2,3	1,7
Curto prazo	-	-	-	-	-	-	-	-
Longo prazo	13,4	12,6	0,2	0,1	0,0	0,0	2,3	1,7
III – Bancos	19,6	19,6	23,1	25,8	38,8	37,4	32,1	40,2
Curto prazo	8,4	8,8	10,6	11,1	19,8	17,6	14,4	19,9
Longo prazo	11,2	10,7	12,5	14,7	19,1	19,8	17,7	20,3
IV – Outros setores	28,3	27,0	28,6	33,1	27,0	31,0	33,1	32,7
Curto prazo	1,0	0,5	0,5	0,7	0,4	0,7	1,2	2,4
Longo prazo	27,3	26,5	28,1	32,4	26,6	30,3	31,9	30,3
Total Curto prazo	9,4	9,3	11,1	11,8	20,1	18,4	15,6	22,3
Total Longo prazo	90,6	90,7	88,9	88,2	79,9	81,6	84,4	77,7

Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis pelo Banco Central do Brasil (2009).

o superávit comercial, já que nela são registradas operações envolvendo máquinas e equipamentos estrangeiros utilizadas na produção interna, notadamente na atividade de extração de petróleo e gás natural (aluguel de plataformas), e que se adquiridas configurariam operações de importação.

De todo modo, é de se notar que desde o ano de 2007 a balança comercial brasileira tornou-se incapaz de gerar saldos suficientes para cobrir o déficit da balança de serviços e rendas, o que resultou em uma reversão dos superávits em transações correntes. A redução dos saldos comerciais a partir de 2008 explica parte deste movimento.<sup>15</sup> A desarticulação do comércio internacional com a eclosão da crise financeira internacional explica certamente a queda drástica das exportações ocorrida nesse ano, mas não é suficiente para explicar a continuidade desta trajetória. Note que já em 2010 as exportações brasileiras atingem o patamar pré-crise, sem que o mesmo ocorra com o saldo comercial. A explicação é que as importações crescem a taxas bem mais aceleradas nesse ano, como resultado do crescimento do PIB brasileiro, superior a 7%.

Na balança comercial reside o aspecto mais perverso da inserção externa brasileira. O desmonte de ocorrido ao longo da década de 1990 por ocasião das reformas de caráter liberalizante, tornou o sistema produtivo brasileiro mais dependente de importações de insumos produtivos, máquinas e equipamentos, o que se traduziu em um acentuado aumento das

importações nos períodos de intensificação do crescimento do PIB e da renda doméstica. (FERRARI-FILHO; SILVA; SCHATZMANN, 2011, p. 32). Carneiro (2002) já havia mostrado que o processo de abertura comercial ocorrido no Brasil durante os anos 1990, associado à valorização da taxa de câmbio real, teria resultado no aumento do coeficiente importado da indústria brasileira e reduzido o grau de integração entre as cadeias que foram preservadas. Atualmente, não há evidências de que este padrão tenha se modificado. (CARNEIRO, 2010). Por outro lado, as *commodities* agro-minerais, cujos preços são determinados nos mercados internacionais, têm elevado suas participações na composição das exportações brasileiras em detrimento do setor industrial. A composição das exportações industriais, por sua vez, vem tornando-se menos especializada em manufaturas em detrimento dos semimanufaturados, onde se classifica a assim chamada agro-indústria, ou indústria intensiva em recursos naturais (Tabela 8). E, entre os setores industriais de mais alta intensidade tecnológica, a componente importada é bastante elevada. Por exemplo, os setores produtores de bens de capital constituem, em grande parte, meras atividades de montagem – também chamadas de maquilas.<sup>16</sup> (CARNEIRO, 2010). Também a indústria químico-farmacêutica opera no País com elevado coeficiente de importação – ou seja, a expansão desses setores, ainda que quando voltada para atender à demanda externa, ocorre com a expansão da demanda por divisas cambiais.

Tabela 7 – Brasil: transações correntes – US\$ milhões

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

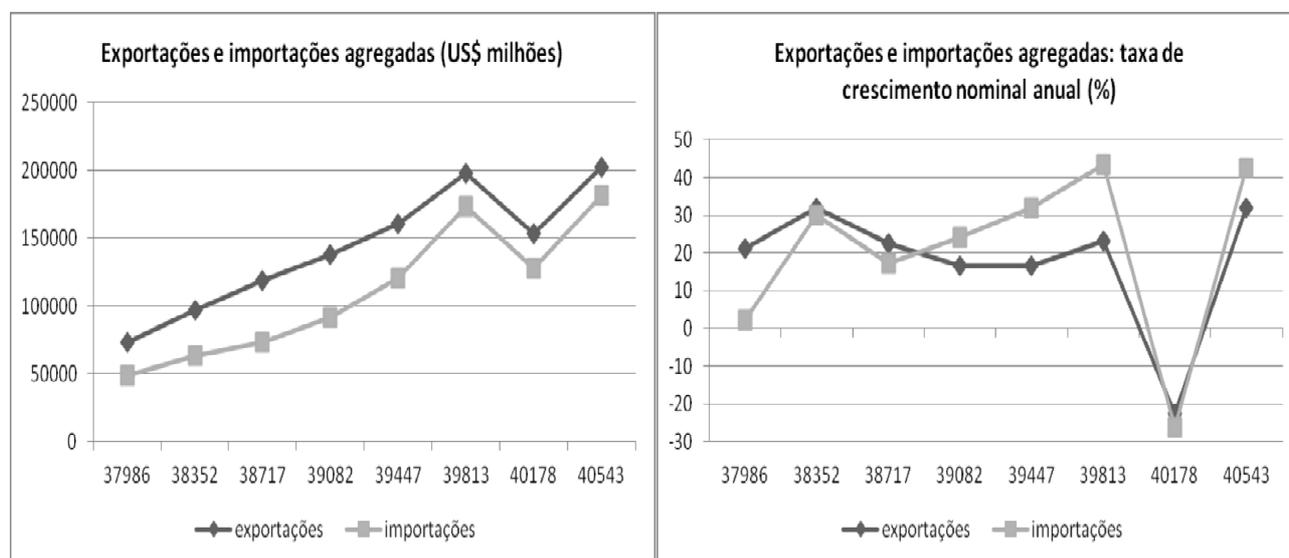
Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis pelo Banco Central do Brasil (2009).

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

seja altamente dependente da trajetória dos preços das *commodities* agromine-rais.

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

Gráfico 1 – Brasil: exportações e importações (US\$ milhões e taxa de variação nominal)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis pelo Banco Central do Brasil (2009).

futuras de divisas cambiais para o exterior sob a forma de juros e lucros.

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

O aumento do passivo externo e, portanto, das remessas futuras de juros, lucros e dividendos para o exterior sinalizam para piora da vulnerabilidade externa estrutural, a qual parece ter sido mascarada pelo expressivo estoque de reservas internacionais (US\$ 288 bilhões em dezembro de 2010) e pela melhoria de alguns indicadores de solvência de curto prazo.<sup>17</sup> Entretanto, quando se considera a totalidade de compromissos de curto prazo, verifica-se que estes significam 2,5 vezes o estoque de reservas internacionais. Em outras palavras, qualquer reversão do atual ciclo de liquidez provocará ao menos grande volatilidade cambial, como a que foi vista entre setembro de 2008 e março de 2009, com impactos sobre a inflação e, a considerar-se a forma através da qual o regime de metas de inflação é conduzido no Brasil, também pode-se esperar volatilidade na taxa de juros e no produto.

#### 4 CONCLUSÃO

A análise dos passivos em moeda doméstica e em moeda estrangeira, dos setores público e privado, em volume e em composição, permite concluir que os desequilíbrios externos são mais preocupantes do que os internos. A frase em epígrafe parece ser representativa da equivocada dimensão dada pela maior parte dos analistas<sup>18</sup> ao problema da dívida pública interna, quando o obstáculo maior ao crescimento e ao desenvolvimento econômico brasileiro parece ser o passivo externo – este, sim, o desconforto mais importante.

A dívida pública revela um mecanismo endógeno de sustentabilidade. Primeiro, porque é essencialmente interna; e, segundo, porque parte significativa está sendo tomada para patrocinar investimentos produtivos e acumular reservas internacionais; terceiro, porque não está mais exposta às flutuações cambiais que decorriam dos choques externos adversos. A dinâmica da dívida pública está, hoje, ancorada aos mecanismos internos da política monetária, cambial e fiscal, e, portanto, sob controle do Tesouro e Banco Central. Esta é uma realidade substancialmente diferente de períodos históricos anteriores. Permanece, entretanto, o forte mecanismo de alimentação da especulação financeira associada às elevadas taxas de juros de remuneração dos títulos públicos. Mas, há um diferencial nestes novos tempos. A dívida tem revelado, muito mais acentuadamente do que no passado, a sua dupla dimensão: a de ser não apenas um veículo de expansão da riqueza financeira sob

Tabela 8 – composição das exportações brasileiras por fator agregado (%)  
% das exportações totais

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

Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis pelo FUNCEX.

Tabela 9 – Brasil: saldo comercial por fator agregado (US\$ milhões)

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

Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis pelo FUNCEX.

a forma de títulos públicos, mas também contribuir à expansão econômica geradora de crescimento do consumo, emprego e renda. Esta última característica só se tornaria dominante se a política monetária fosse reestruturada e ajustada para atender às necessidades do desenvolvimento. Aí reside, entretanto, o grande quebra-cabeça da política nacional.

Já os desequilíbrios externos parecem mais inquietantes. O acúmulo de passivos externos tem crescido com maior rapidez do que o acúmulo de ativos externos, inclusas as reservas internacionais, o que, por definição, significa o aumento do passivo externo líquido. A composição deste passivo, eminentemente de curto prazo, deixa a economia brasileira ainda mais vulnerável e dependente do ciclo internacional de liquidez. A composição dos fluxos reforça a armadilha na qual a economia brasileira se encontra: os saldos comerciais não são capazes de garantir sequer a remuneração, sob a forma de juros e lucros, do capital estrangeiro que aqui aporta, e a conta só fecha mediante a expansão do passivo, o que reforça a armadilha.

A redução desta vulnerabilidade passa pela capacidade da economia brasileira reequilibrar sua conta de transações correntes. Fazê-lo por meio da balança comercial constitui tarefa difícil, dada a composição da pauta exportadora. Aqui reside o segundo problema. Sem o resgate de uma política de desenvolvimento que, pela sua própria definição, implica na promoção de modificações na estrutura produtiva que, por sua vez, produza reflexos na pauta exportadora brasileira, o único meio de expandir os saldos comerciais é através da expansão contínua dos preços e da demanda internacional por *commodities*. Ocorre, porém, que mesmo uma estratégia de desenvolvimento não poderá ser implementada sem a deterioração da própria balança comercial, dado o elevado conteúdo importado da produção industrial brasileira. Neste sentido, é recomendável que se tire proveito do atual ciclo de liquidez internacional

para a promoção de políticas que sejam capazes de engendrar a modificação da estrutura produtiva brasileira, nos marcos de um processo de substituição de importações, mas desta vez, com redução das desigualdades sociais.

#### REFERÊNCIAS

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

BACHA, E. **Além da tríade: há como reduzir os juros?** Rio de Janeiro: Instituto de Estudos de Política Econômica Casa das Garças, 2010. (Texto para discussão, n. 17).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Boletim do Banco Central. **Relatório anual de 2009 e de vários exercícios**. 2009. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2009/rel2009cap4p.pdf>>. Acesso em: 18 jul. 2011.

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

\_\_\_\_\_. **O desenvolvimento brasileiro pós-crise financeira: oportunidades e riscos**. São Paulo: UNICAMP, 2010. (Textos avulsos, n. 4). Disponível em: <[http://www.centrocelsofurtado.org.br/adm/enviadas/doc/pt\\_00000122\\_20100825134137.pdf](http://www.centrocelsofurtado.org.br/adm/enviadas/doc/pt_00000122_20100825134137.pdf)>. Acesso em: 18 jul. 2011.

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

DOS SANTOS, C. H.; SILVA, A. C. M. **Um panorama macroeconômico das finanças públicas 2007-2010**. Brasília, DF: IPEA, 2010. (Mimeo).

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

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

GOBETTI, S. W.; SCHETTINI, B. P. **Dívida líquida e dívida bruta**: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. Brasília, DF: IPEA, 2010. (Texto para discussão, n. 1514).

GONÇALVES, R. **Globalização e desnacionalização**. 2. ed. São Paulo: Paz e Terra, 2006.

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

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

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

SERRANO, F.; SUMMA, R. **Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileiro dos anos 2000**. São Paulo: UNICAMP, 2011. (Textos avulsos, n. 6).

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

WRIGHT, Robert E. **One Nation under Debt**: Hamilton, Jefferson and the History of What We Owe. New York: McGraw-Hill, 2008.

## NOTAS

<sup>1</sup> A despeito de indicadores mais saudáveis do ponto de vista fiscal, diversos autores argumentam que a política fiscal oferece riscos à continuidade do crescimento do PIB. Ver a este respeito: Parnes e Goldfajn (2009), Delfim Netto (2009), Bacha (2010).

<sup>2</sup> A dívida líquida do setor público é resultado da diferença entre a dívida bruta e os ativos financeiros, e abarca os valores do governo federal, dos estados e municípios, além do Banco Central e das estatais do setor produtivo. Este trabalho utilizará a série disponibilizada pelo Banco Central, com dados que

excluem a Petrobrás. Desde maio de 2009 a Petrobrás foi retirada das metas de superávit primário e seus resultados deixaram de integrar as estatísticas fiscais da dívida pública.

<sup>3</sup> Para uma avaliação crítica da política fiscal e da dívida pública dos anos 1990 até 2002, ver Hermann (2002).

<sup>4</sup> O último dado de dívida externa líquida captado por este artigo foi maio de 2011.

<sup>5</sup> Para se ter uma idéia da magnitude desse custo fiscal de manutenção das reservas internacionais, no quarto trimestre de 2009 ele representou R\$15,7 bilhões, conforme Balancete de Demonstrações Financeiras-Contábeis do Banco Central. Gobetti e Schettini (2010) mencionam um custo de R\$170 bilhões entre 2003 e 2009 utilizando como base os dados do Banco Central.

<sup>6</sup> Pereira e Simões (2010) mostraram que, após a eclosão da crise financeira no final de 2008, a manutenção do investimento a partir da ação de fomento do BNDES teria contribuído para preservar parte da arrecadação tributária federal e que, em um cenário de racionamento do investimento, a perda de arrecadação poderia equivaler à totalidade do custo direto da operação.

<sup>7</sup> As empresas beneficiadas seriam a Mafrig, JBS, Perdigão-Sadia (Brasil Foods), a Oi-BrT, a Votorantim-Aracruz (Fibra), a Odebrecht-Braskem, MPX e a Petrobrás. Para uma abordagem crítica desta estratégia, ver Tautz entre outros (2010).

<sup>8</sup> Essa percepção da dívida pública como instrumento para fomentar o dinamismo econômico nos momentos de debilidade cíclica e, ao mesmo tempo, projetar uma nação na competição contra outros países encontra-se nas raízes das práticas capitalistas adotadas pelos ingleses desde o período de nascimento do capitalismo e, depois, pelos Estados Unidos e demais nações européias. (WRIGHT, 2008). Nem sempre funcionou de forma favorável para todos em todas as circunstâncias históricas. Cada nação tem encontrado uma resposta própria e cada caso é um caso específico de estudo. A grande questão é saber como utilizar a dívida pública sem transformá-la num mecanismo de risco gerador de distúrbios financeiros ou mesmo de falência, usando de habilidade no arranjo fiscal e monetário para a construção das finanças públicas favorecedoras do desenvolvimento.

<sup>9</sup> Para uma avaliação da influência da estrutura patrimonial sobre a trajetória e o custo da dívida pública ver Gobetti e Schettini (2010). Os autores usam um modelo determinístico que endogeniza a taxa implícita para avaliar a sustentabilidade

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

- <sup>10</sup> Conforme Banco Central, Boletim do Banco Central, Relatório Anual de 2009, in: <http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2009/rel2009cap4p.pdf>
- <sup>11</sup> Não necessariamente de longo prazo para financiamento da formação bruta de capital fixo.
- <sup>12</sup> E para os países emergentes de modo geral. Ver Araujo e Gentil (2011).
- <sup>13</sup> Não se trata de uma política deliberada de acumulação de reservas com o intuito de reduzir a vulnerabilidade externa do País, mas sim parte integrante de um regime cambial de flutuação suja no qual a autoridade monetária intervém para impedir a excessiva volatilidade da taxa de câmbio nominal.
- <sup>14</sup> Com um volume de reservas bastante inferior (US\$ 206 bilhões) a economia brasileira foi capaz de resistir ao ataque especulativo associado à pior crise financeira desde a crise dos anos 1930. O custo foi a enorme volatilidade da taxa de câmbio nominal, que atingiu a cotação de R\$ 2,39/US\$ 1 em 20/11/2008.
- <sup>15</sup> A outra parte consiste, obviamente, no aumento do déficit de rendas.
- <sup>16</sup> Traduzido do espanhol, significa *maquiagem*, ou seja, estatísticas que aparentemente sugerem um cenário benigno para o setor industrial, pela presença de indústrias de elevado conteúdo tecnológico, são na verdade *maquiagem* de meras montadoras que importam boa parte dos componentes.
- <sup>17</sup> Serrano e Summa (2011) mencionam, por exemplo, a relação entre o saldo em transações correntes e as exportações, e também a relação entre dívida externa de curto prazo e reservas internacionais.

<sup>18</sup> À honrosa exceção de Filgueiras e Gonçalves (2007).

#### **Denise Lobato Gentil**

Economista  
Doutora em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro  
Professora Associada 1 do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ  
E-mail: deniselg@uol.com.br

#### **Victor Leonardo de Araújo**

Economista  
Doutor em Economia pela Universidade Federal Fluminense  
Técnico de Planejamento e Pesquisa do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA  
E-mail: mailvictor\_araujo@terra.com.br

#### **Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ**

Av. Pedro Calmon, n° 550, Prédio da Reitoria, 2° andar  
- Cidade Universitária CEP: 21941-901 Rio de Janeiro - RJ

#### **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA**

Quadra 1, bloco J - Edifício BNDES - Brasília, DF  
Setor Bancário Sul  
CEP: 70076-900