

AS CONTAS EXTERNAS DO BRASIL ESTÃO SE DETERIORANDO?

Josué Pellegrini¹

As contas externas de um país estão retratadas no seu balanço de pagamentos, registros das transações econômicas entre residentes e não residentes. O balanço é dividido em duas partes principais. A primeira retrata as transações com bens e serviços, inclusive os juros e lucros pagos por investimentos feitos por estrangeiros. A segunda parte reflete as transações financeiras, entre as quais as entradas e saídas de investimentos diretos, empréstimos bancários e investimentos em carteira, que são operações com ações e títulos de empresas e do governo.

À exceção do modelo asiático, os países em desenvolvimento, a exemplo do Brasil, costumam ter déficit nas transações com bens e serviços, também conhecidas como transações correntes, e superávit nas transações financeiras. Assim, as aquisições líquidas de bens e serviços do exterior são financiadas com as entradas líquidas de investimentos estrangeiros, seja diretamente nas empresas (investimentos diretos), seja por meio dos empréstimos bancários e das aquisições de ações e títulos das empresas e do governo.

Esse mecanismo de financiamento externo pode ser útil ao esforço do país em desenvolvimento, normalmente caracterizado por escassez de capital, mas está sujeito também à instabilidade, por vezes pronunciada, como se viu em várias experiências de crise internacional nas duas últimas décadas. Nesses casos, os residentes encontram dificuldades para pagar seus compromissos externos, em geral pagos em dólar, moeda emitida apenas pelos Estados Unidos, gerando crise cambial, espécie de crise de liquidez do país.

¹ **Doutor em Economia pela USP e Consultor Legislativo do Senado Federal**

Diante dos riscos, o desejável é que o país utilize o financiamento externo de modo adequado e parcimonioso, o que decorre da qualidade da política econômica do país receptor. Disso dependerá a intensidade dos efeitos internos em caso de mudanças abruptas do cenário internacional.

Feita essa introdução, cabe analisar a evolução das contas externas do Brasil nos últimos anos, com base nas estatísticas do balanço de pagamentos divulgadas pelo Banco Central do Brasil (Bacen)².

No que tange às transações correntes, no período 2003 a 2006, o Brasil apresentou superávit entre 1% e 2% do PIB, média anual de US\$ 13,1 bilhões, situação pouco usual em seu histórico. Tal fato refletiu o descompasso entre o aumento das exportações de bens, impulsionadas pela valorização das commodities exportadas pelo Brasil, em relação às importações de bens e serviços, contidas por conta da defasagem entre o crescimento econômico do Brasil e da economia mundial.

Em 2007, o superávit nas transações correntes foi praticamente eliminado e, no biênio 2008-2009, transformou-se em déficit de cerca de 1% do PIB, média anual de US\$ 26,2 bilhões. No triênio 2010-2012, o déficit subiu ainda mais e ficou um pouco acima de 2% do PIB, média anual de US\$ 51,3 bilhões. A evolução do déficit se deveu ao forte aumento das compras externas de bens e serviços, inclusive transporte, viagem e aluguel de equipamentos cujos gastos somados chegaram a US\$ 55,2 bilhões em 2012.

Esse patamar de déficit não chega a ser preocupante. Ocorre que, desde setembro de 2012, a tendência pendeu para os 3% do PIB. No primeiro quadrimestre de 2013 houve surpreendente déficit na balança comercial por conta da redução das exportações de bens, enquanto as importações de bens e serviços mantiveram o ritmo

² Todos os dados utilizados neste artigo foram retirados da página eletrônica da Autarquia, mais exatamente das séries temporais e tabelas especiais relativas ao setor externo (<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>)

anterior de aumento. O déficit de US\$ 33,2 bilhões nas contas correntes do primeiro quadrimestre de 2013 foi 91% superior a igual período de 2012 e correspondeu a 61% do déficit acumulado nos doze meses do ano passado.

É cedo ainda para dizer para qual patamar caminhará o déficit em conta corrente, mas com certeza sua evolução é mais um sinal de alerta na economia brasileira. Vale observar que o déficit não superou os 4,55% do PIB entre 1999 e 2002, anos em que o Brasil passou por grandes dificuldades nas contas externas. A exemplo do cenário atual, naquele período havia instabilidade no mercado financeiro internacional, trazendo muita incerteza acerca das condições do financiamento externo das economias deficitárias.

Outra dificuldade é o cenário macroeconômico atual da economia brasileira, no qual convivem baixo crescimento e inflação elevada. A eventual necessidade de ajustamento da economia por conta de falta de financiamento externo poderia piorar esse quadro, pois o ajuste normalmente requer desaceleração da economia e desvalorização cambial para conter as importações e elevar as exportações.

O assunto envolve ainda outras duas complicações. Uma é o efeito da desaceleração da economia chinesa sobre os preços e quantidades exportadas de *commodities* pelo Brasil. É sabido que boa parte do forte aumento das vendas externas brasileiras ao longo da década passada se deveu à crescente importância da China na economia mundial. Outra complicação é a reduzida capacidade competitiva do Brasil que se reflete não apenas na concentração das exportações em *commodities* de baixo valor agregado, como também na crescente importância das importações na economia brasileira, as quais não parecem arrefecer nem mesmo com o lento crescimento do país.

Como visto, o déficit nas transações correntes é financiado pelas entradas de capital no país. Se as condições do financiamento são favoráveis, abre-se espaço para que correções por ventura necessárias sejam feitas gradualmente e com menor custo para o país. Do contrário, o ajustamento pode ser traumático. Cabe, portanto, analisar a evolução nos últimos anos da parte do balanço de pagamentos que registra as transações financeiras entre residentes e não residentes no Brasil.

A principal marca dessas transações a partir de 2007 foi a forte entrada líquida de investimentos estrangeiros, tanto os investimentos diretos em empresas, como os investimentos em títulos e ações. O fluxo líquido de capital superou em larga medida o déficit das transações correntes, o que também traz dificuldades.

Em situações como essa, a política econômica se vê diante do seguinte dilema: deixar ou não que os efeitos da abundância de dólares se propaguem pela economia, a começar pela valorização do real e seu impacto sobre as exportações e as importações.

A resposta está em larga medida na avaliação que se faz da qualidade do financiamento externo. Em geral, os investimentos diretos são considerados financiamento de boa qualidade, já que ao implicarem envolvimento com o processo produtivo, não são facilmente revertidos, sugerindo compromisso de longo prazo com a economia brasileira. Os investimentos diretos brutos no Brasil (inclusive empréstimos intercompanhias) subiram da média anual de US\$ 17,3 bilhões no triênio 2004-2006 para a média anual de US\$ 47,7 bilhões no período 2007-2012. O aumento a partir de 2007 se deu em boa hora, pois, como visto, nesse ano, o saldo da conta corrente transitava para o déficit. Desde então, ou os investimentos diretos líquidos superaram o déficit em conta corrente ou financiaram boa parte dele.

Há duas dúvidas a respeito desses investimentos cujas respostas fogem ao escopo deste artigo. A primeira refere-se à continuidade ou não no futuro dos elevados fluxos de recursos dirigidos ao Brasil nos últimos anos, questão que ganha importância com o aumento do déficit nas contas correntes.

A segunda questão está relacionada com o efeito posterior desses investimentos sobre as contas externas do país. Há o efeito positivo decorrente do esperado incremento da produtividade da economia brasileira. Entretanto, há também o efeito sobre as transações correntes, por meio da remessa de lucros para o exterior, à medida que os investimentos entram em operação. Segundo o Bacen, o estoque de investimentos diretos no Brasil chegou a US\$ 750,9, em abril de 2013, 366% a mais que o saldo existente no final de 2004. É claro que esse último efeito pode ser compensado pelo

incremento na capacidade produtiva de setores exportadores ou que substituam importações. Entretanto, é preciso verificar se os investimentos diretos vêm sendo preponderantemente atraídos para esses setores, dados os incentivos econômicos vigentes nos últimos anos.

Já os investimentos em carteira, que são aplicações em ações e títulos das empresas e do governo, foram também bastante elevados desde 2007, excetuados os meses que se seguiram ao início da crise internacional, em setembro de 2008. A partir de 2011, entretanto, esses investimentos desaceleraram, sem dar mostras de que retornarão ao ritmo anterior. Considerando-se os valores médios anuais em cada período, os investimentos brutos em carteira de estrangeiros no Brasil foram de US\$ 3,9 bilhões, US\$ 40,3 bilhões e US\$ 17,5 bilhões, respectivamente, nos períodos 2004-2006, 2007-2010 e 2011-2012.

Ainda que esses investidores levem em conta as perspectivas de longo prazo da economia receptora, predomina na sua avaliação o retorno esperado dos papéis adquiridos, relativamente ao retorno esperado nos demais países, notadamente nas grandes economias dos Estados Unidos e da União Européia. Os investidores também cotejam o diferencial de retorno com o risco da aplicação no país hospedeiro, especialmente quanto à mudança da taxa de câmbio no horizonte de cálculo, pois ela afeta o retorno em dólar do investimento.

Como os investimentos em carteiras, em geral, podem ser desfeitos com baixos custos, qualquer alteração no retorno esperado ou no risco, tanto no país receptor, como nas localidades alternativas, provoca ajustes rápidos na direção e intensidade dos fluxos de capital. Em situações mais graves, os fluxos líquidos de entrada podem ficar negativos, desequilibrando as contas externas, mesmo com investimentos diretos elevados.

Entre 2007 e 2010, excetuando-se os meses que se seguiram ao início da crise internacional, as condições foram muito atrativas para os investimentos em títulos e ações no Brasil. Em meados de 2007, a taxa de juros nos EUA caiu de forma acentuada,

fato que se reproduziu na economia europeia no ano seguinte. No Brasil, embora a tendência da taxa de juros tenha sido de queda, o processo se deu com idas e vindas. Houve ainda a melhora na percepção internacional do risco da economia brasileira, culminando na reclassificação do país para grau de investimentos pela agência classificadora de crédito Standard & Poor's, em abril de 2008, seguidas de outras agências nos meses seguintes.

A reação das autoridades econômicas aos abundantes fluxos de capital foi um meio termo entre deixar o real se valorizar e acumular elevados montantes de reservas internacionais, por meio das intervenções do Bacen no mercado de câmbio, adquirindo o excesso de dólares.

A taxa de câmbio efetiva real calculada com base no IPA-DI valorizou-se entre 2005 a 2011. Ao final de 2004, alcançou o nível anterior às crises de 2001 e 2002, cerca de 90% do valor verificado em junho de 1994. Em meados de 2011, o percentual estava abaixo de 60%. A valorização cambial ajudou a compor o quadro negativo da evolução das exportações e das importações apontado anteriormente. Entretanto, a valorização teria sido ainda maior se as reservas internacionais não tivessem subido acentuadamente de US\$ 62,7 bilhões em junho de 2006 para US\$ 378,7 bilhões em abril de 2013.

Alguns estudos feitos com base em análises de custo-benefício, usuais na literatura econômica, entendem que tal montante de reservas supera o nível ótimo. Os custos são evidentes, tendo em vista que, no Brasil, a aquisição de reservas é financiada pelo aumento do caro endividamento interno do governo. Esse procedimento não afeta imediatamente a dívida líquida do setor público, mas o faz posteriormente por conta do aumento dos juros líquidos devidos. O custo fiscal no final dependerá da taxa de câmbio com que as reservas internacionais forem vendidas.

Entretanto, o problema não está no acúmulo de reservas em si. Dada a forte entrada de capitais, a opção faz sentido, pois o acúmulo reduz o risco de crises cambiais e, caso elas ocorram, o uso das reservas amortece os efeitos sobre a economia. A crítica que pode ser feita é a incapacidade da política econômica em evitar que o país atraia

capitais em excesso. O controle da entrada ajuda, mas apenas acessoriamente, até que medidas mais eficazes surtam efeito.

A partir de 2011, os investimentos em carteira no Brasil desaceleraram, ao contrário dos investimentos diretos, que continuaram vindo ao país em ritmo ainda mais intenso do que o verificado nos anos anteriores. Inicialmente, a desaceleração decorreu de medidas internas então adotadas, mas, posteriormente, ganharam importância a deterioração dos indicadores da economia brasileira e a evolução da economia internacional.

No que tange às medidas internas, não propositalmente dirigidas à redução dos fluxos de capital, o Bacen passou a reduzir a taxa Selic a partir de maio de 2011 até baixá-la ao nível inédito de 7,25% ao ano em setembro de 2012. Outra decisão, aí sim propositalmente dirigida à redução da entrada de recursos, foram os sucessivos aumentos da alíquota de IOF, notadamente ao final de 2010, sobre as aquisições por estrangeiros de papéis privados de renda fixa, aqui ou no exterior. A política já havia sido utilizada entre março e setembro de 2008, mas foi abandonada com o início da crise internacional.

Resultado da desaceleração da entrada de capitais, e da já apontada elevação do déficit nas transações correntes, a tendência de valorização da taxa de câmbio foi revertida a partir do segundo semestre de 2011. Daí em diante, a taxa de câmbio chegou a patamares de desvalorização que não alcançava desde meados de 2009, período em que os efeitos da crise internacional ainda estavam bem presentes. É claro que a nova situação elevou as incertezas acerca do retorno esperado em dólar da aplicação estrangeira no país, criando desestímulo extra aos investimentos em carteira.

Em anos anteriores, com a abundância de capital, a desvalorização cambial só seria possível a custo de forte intervenção do Bacen no mercado de câmbio, tendo como resultado colateral o aumento ainda maior do saldo das reservas internacionais. Entretanto, desde meados de 2011, mesmo com a desvalorização cambial, as reservas deixaram de crescer no ritmo dos anos anteriores. Na verdade, após os US\$ 353,4

bilhões alcançados em agosto de 2011, as reservas se mantiveram relativamente estáveis, a exceção dos meses de março e abril de 2012. Entre abril de 2013 e o mesmo mês de 2012, as reservas subiram apenas 1,2%.

O risco para o país agora é a possível transição de uma situação de abundância de capital que inclusive trouxe problemas para a gestão da política econômica, para outra de escassez, algo ainda mais problemático, levando-se em conta o já apontado desempenho recente das transações correntes do país.

A existência de reservas externas de quase US\$ 380 bilhões representa um seguro importante, conforme já apontado. Já os investimentos diretos no Brasil têm se mantido em patamares elevados. Há ainda dois instrumentos que podem ser usados para atrair o investimento estrangeiro em carteira: a redução da alíquota de IOF aplicada sobre eles e a elevação da taxa Selic, que já voltou a subir em abril de 2013 por conta da inflação, estando agora em 8% ao ano.

Em que pese esses fatores, em alguns cenários possíveis para a economia internacional esses instrumentos podem ser insuficientes. Além da já citada desaceleração da economia chinesa com seus impactos sobre as exportações brasileiras, uma possibilidade cada vez mais concreta é a da reversão da política monetária americana fortemente expansionista iniciada em 2007, caso a recuperação da economia se consolide e a taxa de desemprego baixe para padrões mais aceitáveis.

Uma eventual elevação da taxa de juros oficial nos EUA atrairá pelo menos parte do capital que emigrou nos últimos anos em busca de melhor rentabilidade. Na verdade, as taxas de juros dos títulos do governo americano já vêm aumentando, diante da expectativa de alguma inflexão importante na política do banco central dos EUA. Ao final de maio e início de junho de 2013, quando esse artigo estava sendo concluído, o preço do dólar em relação a diversas moedas subiu fortemente. O real foi uma das moedas mais afetadas. Como resposta, o governo brasileiro reduziu a zero a alíquota do IOF sobre investimentos estrangeiros em papéis de renda fixa no Brasil. Vale lembrar que tal medida já havia sido adotada nos meses que se seguiram ao início da crise

internacional, em setembro de 2008, período de severa escassez de capitais externos. O Bacen também passou a intervir mais no mercado de câmbio para conter a desvalorização cambial. As medidas foram em parte neutralizadas pelo anúncio da Standard & Poor's de que a perspectiva da nota do Brasil é de baixa.

Tais riscos ao equilíbrio das contas externas do país não estão devidamente considerados nos usuais indicadores de endividamento externo divulgados pelo Bacen. Mais reveladoras são as informações sobre a posição internacional de investimentos do país, também divulgadas pela Autarquia.

Ao final de abril de 2013, os estrangeiros tinham aplicado no Brasil US\$ 172,4 bilhões em títulos de renda fixa e US\$ 235,9 bilhões em ações, enquanto os empréstimos externos estavam em US\$ 197,7 bilhões. Apenas a soma dos dois primeiros valores já resulta em valor superior ao saldo das reservas no mesmo mês. Há que se considerar ainda a possibilidade de que os próprios residentes remetam capital ao exterior. Trata-se de algo esperado quando os estrangeiros estão retirando capital do país, já que o raciocínio econômico de ambos os grupos de investidores é essencialmente o mesmo.

Dito tudo isso, cabe sintetizar uma resposta para a pergunta feita no título deste artigo. De fato, em geral, os números do balanço de pagamentos estão piorando e a questão do equilíbrio das contas externas retorna ao centro das atenções nos noticiários e debates econômicos. Entretanto, ainda não se pode dizer que o país caminha inequivocamente para uma crise cambial. Há alguns sinais contraditórios. O déficit em conta corrente está subindo, mas, como proporção do PIB, ainda não está fora de controle. As entradas líquidas dos investimentos em carteira estão caindo, mas os investimentos diretos permanecem elevados. É muito difícil prever as trajetórias desses três agregados, pois, como expressões das relações econômicas entre residentes e não residentes, dependem simultaneamente da evolução da economia interna e internacional. O pior cenário para o Brasil, caso o déficit em conta corrente se situe acima de 3% do PIB, é a desaceleração do investimento direto estrangeiro no país



www.brasil-economia-governo.org.br

conjugada à concretização de cenários externos desfavoráveis, notadamente no que tange à China (desaceleração econômica) e aos EUA (aumento de taxa de juros).

Este texto está disponível em: <http://www.brasil-economia-governo.org.br/?p=1878>