

# Brasil: Fim da Restrição Externa?<sup>1</sup>

Rubens Penha Cysne

A Dívida Externa Líquida apresentou o valor de USD 121 bilhões em outubro de 2005 (última data na qual o dado se encontrava oficialmente disponível quando da elaboração deste artigo). Com a inclusão dos empréstimos intercompanhia, prática não mais em voga, chega-se ao número de USD 141 bilhões. Ao mesmo tempo, as receitas correntes do balanço de pagamentos atingiram, em 2005, USD 142 bilhões. Tais números significam (assumindo que os dados relativos à dívida pouco tenham se modificado entre outubro e dezembro) que a relação entre dívida externa líquida e a geração bruta anual de divisas para saldá-la é hoje em dia inferior à unidade. Em outras palavras, se todas as receitas oriundas da conta corrente fossem utilizadas para pagar a dívida, esta seria saldada em menos de um ano.

Trata-se este, como veremos abaixo, na análise da série histórica, de um dado positivo e inusitado nas contas externas brasileiras. Quando se usa o valor das exportações de bens e serviços, ao invés das receitas totais em conta corrente, a conta não difere muito. Estas apresentaram o valor de USD 134 bilhões, montante superior à Dívida Externa Líquida quando não se consideram os empréstimos intercompanhia.

Um outro dado interessante na análise das contas externas é dado pela relação entre o Passivo Externo Líquido (no lugar da Dívida Externa Líquida) e o total das receitas correntes do balanço de pagamentos (TRC). Conceitualmente, o *Passivo Externo Líquido* difere da Dívida Externa Líquida por incorporar o estoque líquido de capitais de risco de não residentes alocados na produção doméstica. O termo líquido aqui refere-se à contrapartida da parte dos residentes brasileiros.

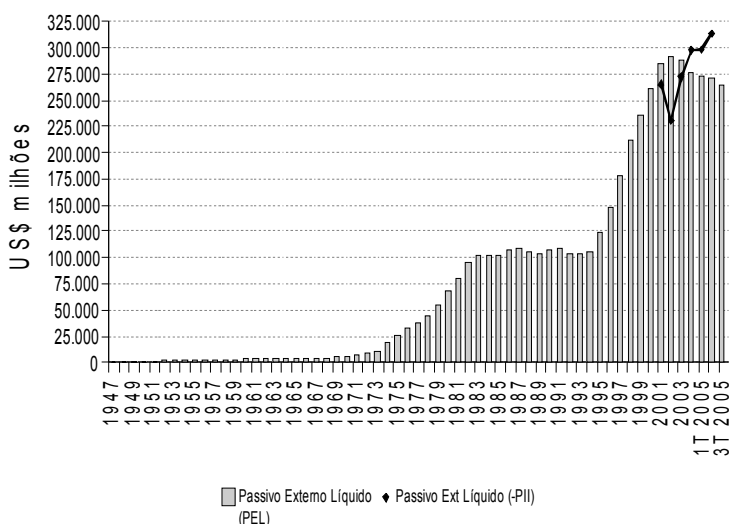
O passivo externo pode se obter diretamente a partir da Posição Internacional de Investimentos, publicada pelo Banco Central (PII) ou, numa concepção macroeconomicamente mais inteligível, a partir do somatório acumulado dos déficits em conta corrente do balanço de pagamentos (utilizamos aqui o termo PEL para designar o passivo externo quando calculado desta forma).

No Brasil, a série histórica da PII encontra-se oficialmente disponível a partir de dezembro de 2001. Em Julho de 2005, esta definição de passivo externo líquido reportado pelo Banco Central (PII) apresentou o valor de USD 313,7 bilhões. Alternativamente, usando a metodologia de cálculo a partir dos saldos em conta corrente, e assumindo-se que o passivo externo líquido no final do ano de 1946 tenha sido próximo de zero, obtemos uma série histórica para esta variável (PEL) através da acumulação dos déficits em conta corrente a partir de Janeiro de 1947.

---

<sup>1</sup> Este trabalho contou com a colaboração de Paulo Gustavo Grahl como assistente de Pesquisa.

## Passivo Externo Líquido

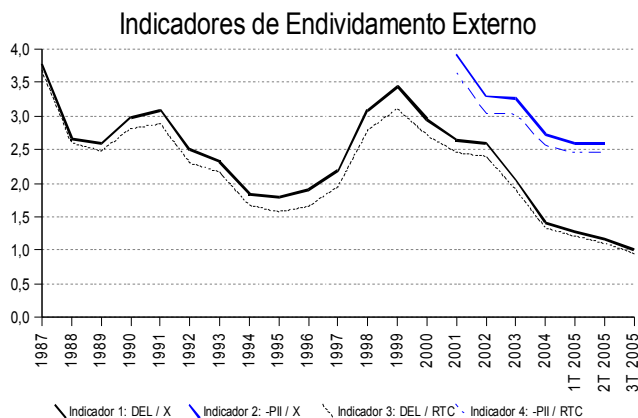


O gráfico acima mostra a evolução do Passivo Externo Líquido calculado através do somatório dos resultados de conta corrente (PEL) e através da Posição Internacional de Investimentos (PII).

Com base nos dados mencionados anteriormente, podemos construir alguns indicadores para o endividamento externo brasileiro:

- Indicador 1: Dívida Externa Líquida (DEL) / Exportações de Bens e Serviços (X).
- Indicador 2: Passivo Externo Líquido (PII) / Exportações de Bens e Serviços (X).
- Indicador 3: Dívida Externa Líquida (DEL) / Receitas de Transações Correntes (TRC).
- Indicador 4: Passivo Externo Líquido (PII) / Receitas de Transações Correntes (TRC).

O gráfico abaixo mostra a evolução destes indicadores:



Qualquer que seja o critério utilizado, observa-se claramente o grande avanço efetuado em termos deste indicador das contas externas a partir de 1999. Cabe, entretanto notar que, embora a relação Dívida Líquida / Total das Receitas Correntes encontre-se hoje em dia em um valor inferior a unidade, o passivo externo, na definição PII, é ainda mais de duas vezes e meia superior às receitas correntes. Tal distinção ocorre em função das elevadas vendas líquidas de capital do Brasil a não residentes, ocorridas ao longo da década de 90, bem

como do fato de os empréstimos intercompanhia serem hoje em dia contabilizadas no PII, mas não na Dívida Líquida,

**Não se pode ainda dizer, em resposta ao que indaga o título deste artigo, que a restrição externa tenha chegado ao fim.** Isto por dois motivos. Primeiro porque o valor apresentado pelo Brasil para este coeficiente, mesmo quando se usa a Dívida e não o Passivo Externo, no numerador, encontra-se ainda acima daqueles relativos a países que apresentam classificações de risco semelhantes ou proximamente melhores do que a nossa. Segundo, porque falta ao país ainda melhorar no que diz respeito à inserção internacional no comércio. Tais pontos são abordados no restante deste artigo. Pode-se dizer entretanto que, se mantido o esforço de redução dos coeficiente Dívida Líquida /Exportações e Passivo Líquido / Exportações observados no gráfico acima, bem como o esforço exportador dos últimos anos (o que, evidentemente, requer políticas adequadas, em particular de câmbio e de contenção fiscal), esta meta terá condições de ser alcançada.

### **Comparações Internacionais da Relação Dívida Líquida / Exportações**

A tabela abaixo mostra que o Brasil ainda se situa com um coeficiente Dívida Externa Líquida / Total das Receitas Correntes (última coluna à direita) ou com um Passivo Externo Líquido / Total das Receitas corrente, em 2005, acima da mediana dos valores relativos aos países que possuem uma classificação de risco próxima ou ligeiramente mais favorável. Claro que outras variáveis podem estar por detrás desta classificação, desta forma podendo tornar menos interessante a correlação parcial. Ocorre que, na maior parte dos casos analisados, tais conclusões se mantêm mesmo no caso em que há controle por outros fatores relevantes.

A tabela compara alguns dos indicadores de endividamento externo acima mencionados com os valores medianos divulgados pela agência de ratings Standard and Poor's (S&P) para cada uma de suas categorias de ratings.

*Valores medianos para os indicadores vs. Classificação de risco*

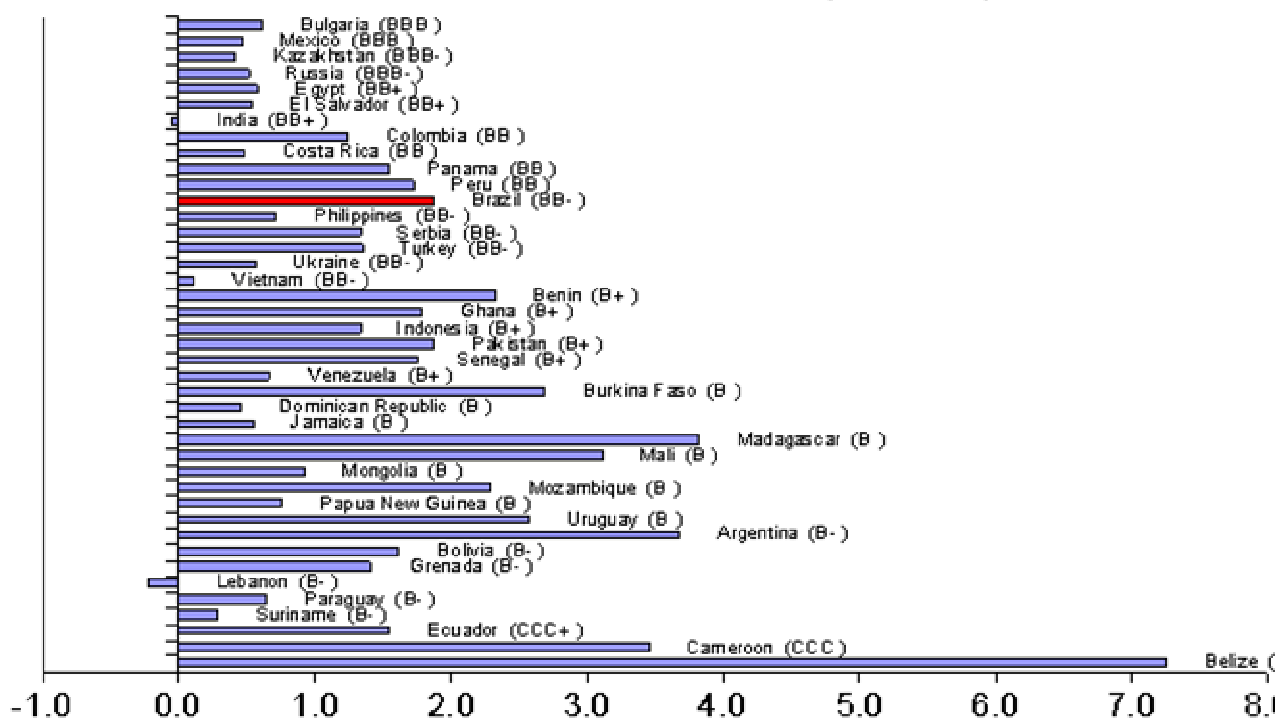
<i>Rating</i>	<i>PII/TRC</i>		<i>DEL / TRC</i>	
	<i>2001-2004</i>	<i>2005</i>	<i>2001-2004</i>	<i>2005</i>
AAA	0,23	0,13	1,15	1,00
AA	-1,52	-1,24	-0,55	-0,41
A	0,39	0,43	0,08	-0,14
BBB	0,79	0,76	0,44	0,34
BB	0,72	0,82	0,55	0,49
B	1,62	1,26	1,64	1,08
CCC	2,12	2,05	1,48	1,79

<i>Rating</i>	<i>PII/TRC</i>		<i>DEL / TRC</i>	
Brasil (fonte S&P*)	2,75	1,78	1,87	0,92
Brasil (fonte BCB**)	3,07	2,45	2,02	0,95

Fontes: Sovereign Risk Indicators - Standard and Poor's, dezembro 2005. (Nota: nas tabelas da S&P os indicadores escolhidos são denominados "Net external liabilities / Current Account Receipts" e "Narrow net external debt / CAR". \* Dados de 2005 são estimados pela S&P. \*\* Dados referentes a setembro 2005 para DEL / TRC e julho 2005 para PII / TRC.

O gráfico abaixo leva ao mesmo tipo de conclusão, ao comparar o coeficiente "Dívida Externa Líquida / Exportações" do Brasil com aquele de outros países situados acima e abaixo do de sua classificação de rating efetuado pela Standard&Poors:

### Divida Externa Líquida / Receitas Transações Correntes DEL/RTC - média 2001-2004 (fonte S&P)



### Comparações Internacionais do Grau de Abertura (ou Inserção de Comércio)

No tocante ao grau de abertura (importações mais exportações sobre PIB) os indicadores brasileiros são ainda bastante insatisfatórios. Vejamos alguns dados. A média mundial de (importações + exportações)/ PIB é de 57,2%. O Brasil apresenta um valor de 29,5% para este coeficiente, enquanto que, por exemplo, China e Índia, mostram números bem mais elevados: 82% e 56%, respectivamente. Outro dado: em comparação com 95 países para os quais há estatísticas disponíveis, o Brasil é o quarto de menor relação entre as receitas

correntes totais do balanço de pagamentos e o PIB (17%). Os maiores são Cingapura (224%), Hong Kong (200%), Malásia (150%).

A baixa inserção no comércio internacional limita diretamente o crescimento, por deixar o país de se beneficiar de vantagens comparativas e aprendizados importantes para a eficiência produtiva.

Há também prejuízos indiretos. Por exemplo, o Brasil costuma ser prejudicado nas comparações internacionais, seja de investidores, de agências de rating ou de poupadores, sempre que estes utilizam coeficientes com base no total das receitas geradas em divisas estrangeiras. Em geral, tais coeficientes beneficiam relativamente países, tais como Hong Kong e Cingapura, nos quais as exportações são diretamente fomentadas por importações de quase igual valor, com pouco valor adicionado doméstico, o que não é o caso do Brasil. Procedendo desta forma, tais países aumentam ao mesmo tempo  $X$  (exportações) e  $M$  (importações), elevando a sua participação no comércio. Ao mesmo tempo, há ganhos também no que diz respeito a coeficientes do tipo Dívida Líquida / Exportações. De fato, majora-se o denominador desta razão sem, contudo, modificar o numerador (o mesmo valendo quando se usa o PEL ou o PII). Isto explica em parte a dificuldade do Brasil, com vimos anteriormente, de situar-se em posição mais favorável no que diz respeito a este coeficiente.

### **Como Elevar a Inserção Internacional**

O ano de 2006 inicia-se com a continuidade do processo de melhoria das relações de troca com o resto do mundo, em função do deslocamento positivo da demanda externa pelas exportações brasileiras. Trata-se de bom momento para uma maior inserção no comércio internacional, através de incentivos a importações de máquinas, equipamentos e tecnologia de primeira qualidade. O exportador brasileiro beneficiar-se-ia duplamente. Primeiro, adquiriria meios de produção mais modernos. Estes fomentariam sua capacidade de competir internacionalmente. Políticas adequadas de direcionamento de importações para fomentar exportações possibilitam que esta estratégia não reduza os saldos comerciais no longo prazo. Segundo, a demanda por dólares decorrente das novas e seletivas importações impediria quedas ainda mais acentuadas do valor da divisa estrangeira e, conseqüentemente, também do faturamento dos exportadores.

Uma estratégia bem delineada de inserção no comércio internacional (leia-se, maior valor da soma de importações e exportações em relação ao PIB), entretanto, não deve gerar efeitos nocivos de longo prazo sobre a balança comercial ou sobre o saldo do balanço de pagamentos em conta corrente. A aquisição externa de bens de capital mais modernos deve ser usada para majorar a competitividade do setor exportador. Parte das importações, a exemplo do que fazem Cingapura e Hong Kong, pode também ser diretamente utilizada na produção de bens exportáveis, após a devida incorporação de valor adicionado doméstico. O que não se pode permitir, ao longo do processo, é que as importações majorem o consumo, seja privado ou público.

Outros países emergentes (Chile, por exemplo) estão no momento fazendo exatamente isto, ou seja, aproveitando a onda internacional favorável na demanda por commodities e na

liquidez internacional para importar mais e crescer mais no futuro. O alargamento da fronteira tecnológica, ao fomentar o crescimento, no longo prazo reduz a pressão fiscal e o nível dos juros necessários para manter a inflação sob controle. Outro subproduto positivo de uma maior inserção internacional é o fomento à concorrência dado pelas importações, desonerando o órgão brasileiro de Defesa da Concorrência de alguns processos que simplesmente não fariam sentido em uma economia mais aberta. Análises de risco que se baseiam no tamanho do comércio (importações mais exportações), hoje em dia relativamente nocivas ao Brasil, tornar-se-iam mais favoráveis, posto que o grau de abertura conta positivamente.

Rubens Penha Cysne (<http://www2.fgv.br/professor/rubens/>) é Professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da FGV (EPGE/FGV) e Visiting Scholar do Departamento de Economia da Universidade de Chicago.