

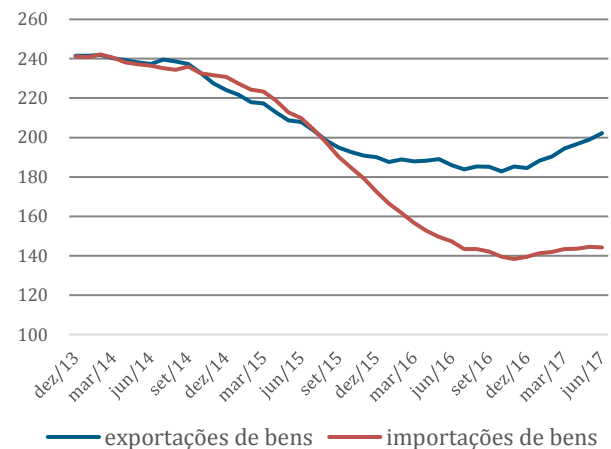
SETOR EXTERNO

Transações Correntes

A situação das contas externas é favorável, pelo menos comparativamente à situação geral da economia do país. O superávit nas transações com bens tem crescido continuamente, diminuindo o déficit das transações correntes e a necessidade de financiamento externo do país. Embora a entrada líquida de capitais, exclusive investimentos diretos, seja fortemente negativa, os investimentos diretos mantêm-se elevados e mais que suficientes para garantir o financiamento externo, possibilitando ainda algum acúmulo de reservas internacionais.

O Gráfico 4 retrata as transações de bens com o exterior, no acumulado em doze meses, desde o final de 2013¹. É possível ver que tanto exportações como importações caíram em boa parte do período considerado, mas as importações caíram de modo muito mais pronunciado, a partir de meados de 2015. Assim, o equilíbrio nas transações com bens deu lugar a crescentes superávits, culminando nos US\$ 54,4 bilhões e US\$ 57,9 bilhões, no acumulado em doze meses até maio e junho deste ano, respectivamente. É preciso registrar também que, ao final de 2016, a tendência tanto das exportações, como das importações parece ter se revertido, principalmente no caso das vendas externas, o que sugere possíveis novos aumentos do superávit.

GRÁFICO 4. EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES DE BENS - ACUMULADO EM DOZE MESES - US\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

A expressiva queda das importações se deveu a dois fatores. O primeiro foi a redução da produção, já que, como se sabe, as compras externas são fortemente correlacionadas com o nível de atividade econômica. Trata-se de efeito similar ao verificado em relação à inflação, igualmente pressionada para baixo por conta do quadro recessivo vivido pelo país. As quantidades importadas caíram 25,6%, comparando-se a média de 2013 e a média dos últimos doze meses, encerrados em maio de 2017².

O segundo fato foi a queda de 20% dos preços dos bens importados, comparando-se os mesmos períodos, o que reduziu os valores importados. Os preços mais baixos poderiam ter estimulado as quantidades importadas, mas, além do efeito da forte recessão, pesou a desvalorização cambial então verificada, em particular, em 2015, que, ao elevar o valor em real das compras externas, retirou parte do potencial estímulo advindo do barateamento em dólar das importações.

Os preços das exportações, por sua vez, caíram ainda mais, 25%, em relação à média de 2013, mas as

¹ Os dados relativos às transações correntes do país com o exterior foram retirados da página eletrônica do Banco Central, nas séries temporais - tabelas especiais, balanço de pagamentos. Apenas os dados relativos às exportações e importações de junho, muito recentes, foram obtidos diretamente da página eletrônica do Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços.

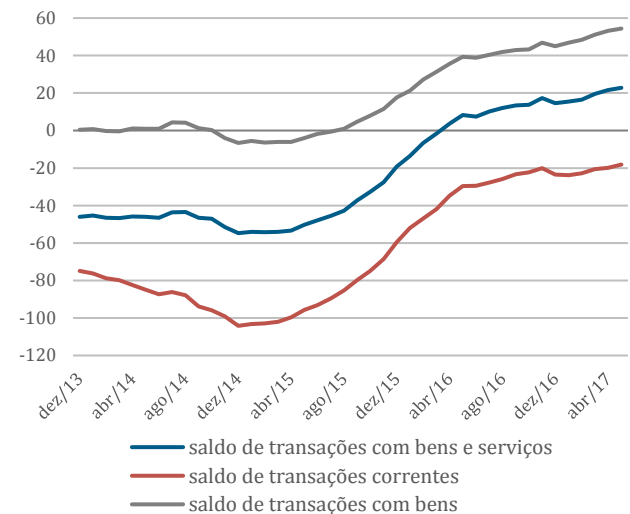
² Os dados relativos a preços e quantidades de exportações e importações foram extraídos do banco de dados da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) que pode ser acessado por meio da página eletrônica da instituição.

quantidades subiram 9,8%, compensando em parte a queda dos preços, o que explica a redução mais lenta das exportações em relação às importações. O aumento das quantidades, ao mesmo tempo que os preços caíam, decorreu da contração da demanda doméstica e da desvalorização cambial ocorrida no período, notadamente em 2015, o que elevou o valor em real recebido pelas exportações, compensando em certa medida a queda dos preços em dólar.

Vale observar, contudo, que, nos últimos meses, as variáveis reportadas esboçam inversões de tendência, na média dos últimos doze meses. No caso das importações, preços e quantidades deixaram de cair no final do ano passado e, no caso dos preços, esboça-se tendência de alta. Já quanto às exportações, as quantidades deixaram de subir, desde meados de 2016, e indicam um tênue movimento de queda, mas os preços passaram a subir em setembro, de modo consistente. Os próximos meses confirmarão se houve realmente mudança definitiva de tendência e qual o impacto para a balança comercial.

O saldo das transações correntes do país com o exterior resulta da soma entre o saldo das transações com bens, o saldo do comércio com serviços e os pagamentos líquidos de renda feitos ao exterior. O Gráfico 5 apresenta três curvas. A primeira mostra a evolução do saldo das transações com bens, fruto da diferença entre exportações e importações retratadas no Gráfico 4. A segunda informa o saldo das transações com bens e serviços. A terceira, por fim, mostra o saldo final das transações correntes, que inclui também os pagamentos líquidos de renda ao exterior. Tal qual o Gráfico 4, o período coberto inicia-se ao final de 2013 e os valores referem-se ao acumulado dos últimos doze meses.

GRÁFICO 5. SALDO DAS TRANSAÇÕES CORRENTES, ACUMULADO EM DOZE MESES - US\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

Conforme se pode ver no Gráfico 5, a curva que mostra o comércio com bens e serviços está sempre abaixo da curva que retrata apenas o comércio com bens, pois o Brasil é bastante deficitário nas transações com serviços, notadamente em itens como viagens, propriedade intelectual, aluguel de equipamentos, serviços de arquitetura e engenharia e transportes. Em maio de 2017, enquanto o saldo comercial acumulado nos últimos doze meses estava em US\$ 54,4 bilhões, o saldo com a inclusão de serviços chegou a US\$ 22,8 bilhões, vale dizer, déficit de US\$ 31,6 bilhões nas transações com serviços, sendo US\$ 66,1 bilhões de despesas e US\$ 34,5 bilhões de receitas.

A terceira curva retratada no Gráfico 5, por fim, mostra o saldo final das transações correntes do país, que inclui os pagamentos líquidos de renda ao exterior. Esses pagamentos consistem basicamente nos rendimentos de capitais trazidos ao país, notadamente os lucros advindos dos investimentos diretos em empresas, os rendimentos dos investimentos em carteira (títulos e ações públicos e privados) e os juros decorrentes dos empréstimos tomados no exterior. Como o Brasil é um grande importador de capitais, os fluxos de renda são bastante deficitários, tais quais os serviços. O déficit acumulado nos últimos doze meses encerrados em maio chegou a US\$ 41 bilhões, sendo US\$ 16,6 bilhões de receitas e US\$ 57,5 bilhões de despesas.

Como resultado do superávit da balança comercial e dos déficits no comércio com serviços e pagamento de

rendas, o déficit das transações correntes do país, chegou a US\$ 18,1 bilhões nos doze meses encerrados em maio (0,96% do PIB). Trata-se de um déficit bastante baixo, comparando-se com o histórico do Brasil que, na sua condição de país em desenvolvimento, requer a complementação de poupança externa. A semelhança entre as curvas retratadas no Gráfico 5 mostra como a evolução das exportações e das importações de bens foi decisiva para ditar a evolução do saldo das transações correntes. Ao final de 2014, quando a balança comercial ainda apresentava pequeno déficit, o saldo negativo das transações correntes estava em US\$ 104,2 bilhões (4,24% do PIB). Com a posterior pronunciada queda das importações de bens, não acompanhada de redução equivalente das exportações de bens, foi possível elevar significativamente o superávit das transações com bens e, assim, reduzir em igual dimensão o déficit das transações correntes.

Esse déficit só deverá subir novamente com a recuperação do crescimento econômico, a menos que haja alguma mudança relevante nos termos de troca do país (preços das exportações em relação ao preço das importações).

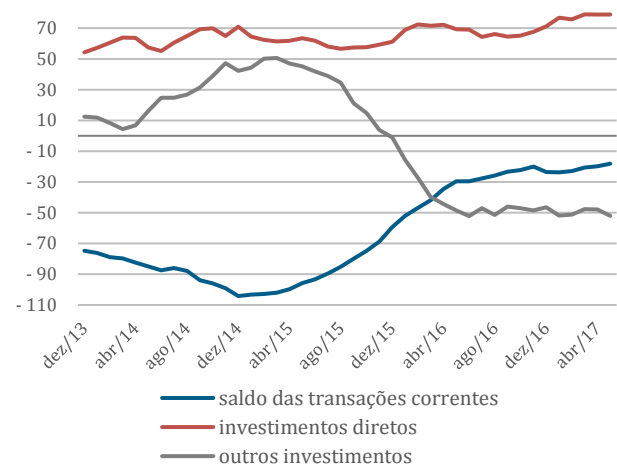
Transações de capital

Vista a evolução das transações correntes do Brasil, cabe agora verificar a chamada conta financeira, onde estão registradas as entradas e saídas de capitais do país. Conforme visto, o Brasil é um importador de capitais, pois usualmente os déficits nas transações correntes são financiados com a entrada líquida de recursos. Quando os fluxos financeiros superam o déficit nas transações correntes, as reservas internacionais aumentam. Caso contrário, as reservas caem.

O Gráfico 6 informa a evolução das contas de capital, discriminando a evolução da entrada líquida de investimento direto em empresas do país dos demais itens, como empréstimos, créditos comerciais, depósitos e investimentos em títulos e ações. Doravante, todos esses itens serão denominados outros

investimentos, para distingui-los dos investimentos diretos. O Gráfico 6 informa ainda o saldo das transações correntes tal qual indicado no Gráfico 5. Os números são apresentados no acumulado dos últimos doze meses e cobrem o período pós 2013.

GRÁFICO 6. SALDO DAS TRANSAÇÕES FINANCEIRAS - ACUMULADO EM DOZE MESES - US\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

Os investimentos diretos e os outros investimentos evoluíram de modo bastante distinto nos últimos anos. Enquanto os primeiros mantiveram-se relativamente estáveis em patamar elevado, próximo de US\$ 70 bilhões, de modo até surpreendente dada a sorte de acontecimentos observados no país durante o período, os outros investimentos caíram significativamente a partir do início de 2015, permanecendo-se desde junho de 2016 em cerca de US\$ 50 bilhões negativos, no acumulado dos últimos doze meses. Tal fato só não dificultou o financiamento externo por conta da estabilidade dos investimentos diretos e da redução do déficit das transações correntes. Em maio de 2017, no acumulado dos últimos dozes meses, enquanto os investimentos diretos chegaram a US\$ 78,8 bilhões, os outros investimentos estavam em US\$ 52 bilhões negativos. A diferença serviu para financiar o déficit nas transações correntes, de US\$ 18,1 bilhões, e propiciar US\$ 14,5 bilhões extras em reservas internacionais³.

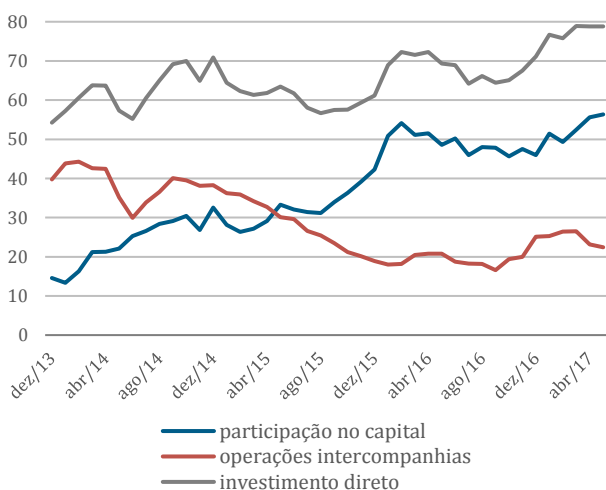
³A variação das reservas não corresponde simplesmente à diferença entre a soma dos investimentos diretos com os outros investimentos, e o déficit nas transações correntes, pois existem ainda outras contas de menor importância. O saldo dessas outras contas ao término de maio, no acumulado dos últimos meses, chegou a US\$ 5,9 bilhões, o que não é um número desprezível, mas desse total, US\$ 4,6 bilhões referem-se a

erros e omissões. Essa conta é calculada pela diferença entre a variação das reservas e o resultado produzido por todas as outras contas do balanço de pagamentos, sob a suposição de que o controle das reservas é muito mais apurado do que as demais contas.

A disparidade entre a evolução dos investimentos diretos e os outros investimentos chama a atenção. Não cabe aqui ater-se ao tema. Em caráter preliminar, pode-se afirmar que a queda dos outros investimentos foi causada pela redução da expectativa de retorno *ex antenocurto* prazo, decorrente do agravamento do quadro econômico ao longo de 2015, coroado pelo início da série de rebaixamentos da nota de crédito do Brasil pelas agências de *rating*, a começar pela Standard & Poor's, em setembro desse ano. Vale destacar uma vez mais a intensidade da mudança dos fluxos: de cerca de US\$ 50 bilhões de entrada líquida em março de 2015 para algo em torno de US\$ 50 bilhões negativos a partir de junho de 2016, sempre no acumulado em doze meses.

Já os investimentos diretos nas empresas são guiados por considerações de longo prazo, mais do que a expectativa de retorno no curto prazo, já que as decisões nesse caso não são facilmente revertidas a custo baixo. Vale separar dois componentes do investimento direto: o investimeto direto propriamente dito, também chamado de participação no capital, e os operações intercompanhias. O primeiro corresponde aos investimentos diretos propriamente ditos, enquanto o segundo assemelham-se a empréstimos das matrizes às filiais no Brasil. Essa última conta tem natureza híbrida, pois deve orientar-se em certa medida pela avaliação de retorno esperado no Brasil no curto pazo. O Gráfico 7 mostra a evolução desses dois itens do investimento direto, no acumulado em doze meses, desde dezembro de 2013.

GRÁFICO 7. INVESTIMENTO DIRETO - ACUMULADO EM DOZE MESES - US\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

No biênio 2014-2015, os dois itens evoluíram de modo bastante distinto, pois enquanto a participação no capital subiu, o fluxo de operações intercompanhias caiu. Em 2016, após um período de leve queda, ambos voltam a subir ao final desse ano, embora ainda seja preciso mais tempo para verificar a consolidação da tendência. A evolução dos operações intercompanhias parece ter seguido um padrão um pouco mais próximo ao da evolução dos outros investimentos registrada no Gráfico 6, mas de modo bem menos pronunciado, o que confirma a natureza híbrida antes registrada.

Já a participação no capital mostrou nítida tendência de aumento em um período de grave crise econômica e, em seguida, estabilizou-se em patamar elevado. Entre o início de 2014 e o início de 2016, o fluxo subiu cerca de quatro vezes, alcançando os US\$ 54 bilhões em fevereiro de 2016. Desde então, tem-se mantido próximo desse patamar. Pode-se conjecturar as razões desse aparante contra-senso. Como a participação no capital é orientada por um um horizonte de longo prazo, o seu incremento em um período de grave crise econômica parece sustentar-se em uma avaliação positiva a respeito da superação da crise e posterior recuperação do crescimento econômico. Outra explicação é o aproveitamento pelos investidores externos do barateamento dos ativos brasileiros causado pela crise econômica, ainda mais com a desvalorização cambial observada na maior parte do período. É claro que as duas possibilidades não são excludentes e podem ter atuado conjuntamente para elevar a participação no capital no período.

Estoque de investimentos no Brasil e dívida externa

A essa altura, vistas as transações corrente e de capitais entre os residentes e o restante do mundo, vale analisar em mais detalhes a composição dos estoques de investimentos no Brasil, incluindo aí os investimentos diretos e os outros investimentos, como definidos acima. Esses estoques foram formados a partir das transações feitas com o exterior ao longo do tempo. Esse enfoque permite avaliar melhor o potencial de movimento dos fluxos de capitais para fora do país. Permite ainda verificar a adequação do estoque de reservas internacionais, que corresponde a um crédito do país perante o mundo. A Tabela 5 abaixo mostra essa

composição em maio de 2017, último mês com dados disponíveis⁴.

TABELA 5. COMPOSIÇÃO DO INVESTIMENTO INTERNACIONAL NO BRASIL

| Maio de 2017 | US\$ milhões | part. % |
|-----------------------------|--------------|---------|
| Total | 1.520.528 | 100 |
| Investimento direto no país | 803.459 | 52,8 |
| Participação no capital | 571.670 | 37,6 |
| Operações intercompanhias | 231.789 | 15,2 |
| Investimentos em carteira | 501.311 | 33,0 |
| Ações | 273.372 | 18,0 |
| No país | 202.326 | 13,3 |
| No exterior | 71.046 | 4,7 |
| Títulos de dívida | 227.939 | 15,0 |
| No país | 129.168 | 8,5 |
| No exterior | 98.770 | 6,5 |
| Empréstimos | 209.402 | 13,8 |
| Outros* | 6.106 | 0,4 |
| Derivativos | 250 | 0,0 |

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

* Inclui crédito comercial, depósitos e Direito Especial de Saque,

O estoque de investimentos no país em maio de 2017 chegou a US\$ 1,5 trilhão, sendo US\$ 803,5 bilhões em investimentos diretos (52,8% do total), US\$ 501,3 bilhões em investimentos em carteira (33% do total) e US\$ 209,4 bilhões em empréstimos (13,8% do total). Trata-se de montante bastante elevado, que traria sérias dificuldades ao país caso parte dele saísse do país em curto espaço de tempo. Uma possível forma de avaliar os riscos advindos desses movimentos é a comparação com as reservas internacionais do país, que podem ser utilizadas para atender à demanda por divisas, isolando o restante da economia dos potenciais efeitos negativos de alterações abruptas do cenário cambial.

Em maio de 2017, as reservas estavam em US\$ 376,5 bilhões (conceito de caixa). Tal montante corresponde a 24,7% do passivo. Entretanto, a relação não é adequada para avaliar o tamanho das reservas. Boa parte dos investimentos não pode ser desfeita imediatamente sem elevados custos, a exemplo da participação no capital. Do

mesmo modo, as ações podem ser vendidas com rapidez, mas a preços baixos, se as vendas forem intensas e concentradas no tempo. Ademais, no caso das ações no país, quitadas em moeda nacional, ocorre perda extra na saída, pois os períodos de estresse são acompanhados de desvalorização cambial, o que reduz o valor em real dos investimentos dos não residentes. O mesmo ocorre com os títulos de dívida no país. Excluindo-se esses itens do total do investimento internacional, resta a dívida externa do país, que chegou a US\$ 314,3 bilhões, em maio de 2017, composta basicamente dos US\$ 209,4 bilhões relativos a empréstimos (66,6% do total), e US\$ 98,8 bilhões, referentes a títulos da dívida no exterior (31,4% do total).

O prazo é uma variável bastante relevante quando se trata de avaliar a situação das contas externas e o tamanho das reservas internacionais. A dívida externa de curto prazo está sujeita ao risco de refinanciamento, pois as condições de mercado vigente na ocasião do vencimento podem não ser favoráveis, especialmente em momentos de agravamento do quadro econômico. Por isso, as reservas internacionais podem ser mais adequadamente comparadas com essa parcela da dívida do que com o total do passivo. Considerando-se dívida de curto prazo que vence em até doze meses, constata-se que do total da dívida externa de US\$ 314,3 bilhões existente em maio de 2017, US\$ 52,1 bilhões era de curto prazo, portanto, 16,6% do total, grande parte de responsabilidade dos bancos, tomados por meio de empréstimos junto ao mercado financeiro internacional.

Entretanto, tal critério de separação considera o vencimento da dívida no momento da contratação. Ocorre que parcela da dívida de longo prazo também vence em até doze meses, de acordo com o cronograma de amortização estabelecido. O Banco Central informa essa parcela da dívida de longo prazo, a qual, somada à dívida externa de curto prazo, resulta no total da dívida externa de curto prazo que vence em doze meses. A última informação disponível refere-se a dezembro de 2016 e pode ser vista na Tabela 6⁵.

⁴ A Tabela 5 foi montada com base no Quadro XXXI-A das Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa – Setor Externo, divulgada regulamente na página eletrônica do Banco Central. Há também quadro relativo à composição do investimento brasileiro no exterior, cujo principal item são as reservas internacionais.

⁵ As informações relativas ao cronograma de amortização da dívida externa são mais defasadas que os demais dados divulgados sobre a dívida externa. Na verdade, já existem informações relativas a março, mas elas não permitem discriminar a parcela da dívida externa de longo prazo que vence em até um ano. A Tabela 6 foi montada com base no Quadro XXV das Notas para a Imprensa – Setor Externo. Informação bastante similar, com algumas pequenas diferenças, pode ser

TABELA 6. DÍVIDA EXTERNA POR VENCIMENTO - POSIÇÃO EM DEZEMBRO DE 2016 - US\$ MILHÕES

| Item | Valor |
|--|-----------|
| Dívida externa (A = B+C) | 321.297,4 |
| Dívida externa de curto prazo (B) | 56.327,4 |
| Dívida externa de longo prazo (C) | 264.970,0 |
| Vencimento em 2017 (D) | 54.812,9 |
| Dívida externa a vencer em até doze meses (E = B+D) | 111.140,3 |
| Operações intercompanhia (F = G+H) | 222.344,1 |
| curto prazo (G) | 38.617,9 |
| longo prazo (H) | 183.726,2 |
| Dívida externa mais Operações (A+F) | 543.641,5 |
| curto prazo (B+G) | 94.945,3 |
| longo prazo (C+H) | 448.696,2 |
| Total da dívida externa a vencer em até doze meses (E+G) | 149.758,3 |

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Do total da dívida externa existente ao final de 2016, de R\$ 321,3 bilhões, US\$ 56,3 bilhões venciam no curto prazo no momento da contratação, mas outros US\$ 54,8 bilhões da dívida de longo prazo também venciam em até doze meses por conta do cronograma de amortização. Assim, o total da dívida externa com vencimento em até doze meses chegou a US\$ 111,1 bilhões, em dezembro de 2016, 34,6% do total da dívida externa, cerca do dobro dos 16,6% de participação da dívida de curto prazo. Desse montante, US\$ 75,1 bilhões era de responsabilidade dos bancos e US\$ 31,5 bilhões de outros setores, exclusive governos e Banco Central, que serão vistos mais detidamente adiante.

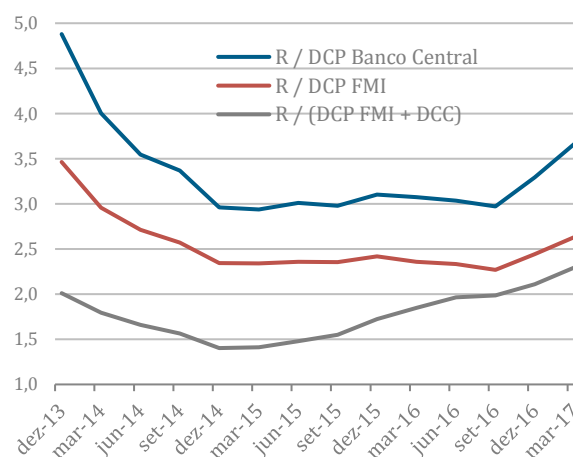
Embora o Banco Central não inclua as operações intercompanhias no conceito de dívida externa, apresenta informações relativas a ambas no mesmo espaço, tal qual faz a Tabela 6. A dívida externa somada aos US\$ 222,3 bilhões em operações intercompanhias observados ao final de 2016 resultou em US\$ 543,7 bilhões. Do total das operações, US\$ 38,7 bilhões eram de curto prazo, o que elevou o total a vencer no curto prazo para US\$ 94,9 bilhões, montante esse que chegou a US\$

149,8 bilhões, incluindo-se a dívida de longo prazo com vencimento em até doze meses.

Indicadores de adequação das reservas internacionais

Há vários modos de aferir a adequação das reservas internacionais do país. Uma delas é a relação entre as reservas e a parcela da dívida externa a vencer em doze meses, critério conhecido como Greenspan/Guidotti⁶. O Banco Central afere esse indicador sem a inclusão das operações intercompanhias, mas o FMI prefere incluir essas operações. Há ainda o critério Greenspan/Guidotti ampliado que soma à dívida o déficit nas transações correntes do país, para melhor captar a potencial demanda por divisas em momentos de maior dificuldade. O Gráfico 8 mostra a evolução das relações sugeridas pelos três critérios, desde o final de 2013, até março deste ano.

GRÁFICO 8. RESERVAS (R) EM RELAÇÃO À DÍVIDA EXTERNA DE CURTO PRAZO (DCP) E AOSALDO DAS TRANSAÇÕES EM CONTA CORRENTE (SCC)



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

Levando-se em conta as reservas internacionais (R) em relação à dívida externa a vencer em até doze meses (DCP), os indicadores do Banco Central e do FMI caíram de modo acentuado em 2014, por conta do rápido aumento do passivo externo: de 4,9 e 3,5 vezes para 3 e 2,3 vezes, pelo critério do Banco Central (BCB) e do FMI,

encontrada nas tabelas especiais das séries temporais na página eletrônica do Banco Central. Trata-se da tabela relativa à dívida externa bruta e dívida externa de curto prazo por vencimento residual.

⁶ A respeito do desempenho das reservas internacionais do Brasil utilizando-se vários critérios, comparados a vários países, ver o Estudo

Especial da IFI nº 1, de março de 2017, que pode ser encontrado em http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529487/EE_Reservas_Internacionais.pdf?sequence=1. O estudo analisa também o custo de carregamento das reservas pelo país.

respectivamente. Entretanto, os indicadores se mantiveram relativamente estáveis em 2015 e em boa parte de 2016. Com o aumento verificado ao final do ano passado, os indicadores chegaram em março de 2017 a 3,7 e 2,6 vezes. Tal melhoria se deveu à redução da dívida externa a vencer em doze meses. Vale observar que a curva relativa ao critério do Banco Central está sempre acima da curva que retrata o critério do FMI, pois esse considera no denominador as operações intercompanhias de curto prazo.

Já o indicador que leva em conta o déficit em conta corrente (DCC) no denominador, é sempre inferior aos outros dois, fato retratado no gráfico pela posição da curva pertinente abaixo das demais. Por esse critério, o indicador terminou 2013 em 2 vezes à dívida somada ao déficit. Em 2014, houve queda pelas razões apontadas acima, mas, desde então, o indicador subiu, notadamente a partir do final de 2015. De setembro de 2015 a março de 2017, o indicador subiu de 1,5 para 2,3. Tal movimento se deveu principalmente à redução pronunciada do déficit em conta corrente que, conforme visto, decorreu em boa medida do aumento do saldo das transações com bens. Portanto, a exemplo do que se observa com os outros dois indicadores, após o desempenho ruim verificado em 2014, as reservas internacionais tem apresentado comportamento satisfatório nos últimos dois anos, estando em patamar que pode ser considerado relativamente adequado. Afinal, em março deste ano, as reservas correspondiam a 2,3 vezes a soma da dívida externa a vencer em doze meses, com o déficit em conta corrente.

Enfim, as contas externas do país têm evoluído favoravelmente nos últimos anos, seja considerando-se as transações correntes e de capitais, seja tomando-se por base a evolução dos estoques, notadamente o saldo das reservas em relação ao passivo externo. Ainda que esse quadro se deva em boa medida a um mau motivo, que é a forte queda da atividade econômica e seus impactos sobre as transações com bens, há que se dar a devida importância à situação relativamente tranquila das contas externas, em meio à gravidade da situação

econômica de modo geral. Isso não quer dizer que o país esteja livre de problemas cambiais. Esses problemas poderão sim surgir a partir da contaminação trazida pelo agravamento do quadro interno, notadamente no que tange à situação das contas públicas. Em particular, a falta de confiança na prevalência de um cenário de sustentabilidade da dívida pública pode provocar movimentos deletérios nos estoques de investimentos no país. Vale lembrar a retratação antes apontada nos fluxos dos investimentos ao país nos últimos anos, excetuando-se os investimentos diretos.

Dívida externa pública e operações de swap do Banco Central

Feita essa avaliação geral sobre a situação das contas externas no período pós 2013, vale centrar a atenção na exposição externa dos três níveis de governo. A Tabela 7 mostra a dívida externa do setor público, em dezembro de 2016. A dívida total era de US\$ 126,7 bilhões, sendo US\$ 70,4 bilhões do governo geral (União, estados e municípios), US\$ 4 bilhões do Banco Central e o restante de bancos públicos e estatais⁷.

TABELA 7. DÍVIDA EXTERNA DO SETOR PÚBLICO - POSIÇÃO EM DEZEMBRO DE 2016 - US\$ MILHÕES

| | total (A) | vcto 2017 (B) | curto prazo (C) | D=B+C | % part. (D/A) |
|----------------------|-----------|---------------|-----------------|----------|---------------|
| Total | 126.739,7 | 10.568,5 | 5.424,3 | 15.992,8 | 12,6 |
| Governo geral | 70.363,6 | 4.180,6 | 0,0 | 4.180,6 | 5,9 |
| Tesouro Nacional | 37.117,0 | 2.615,1 | | 2.615,1 | 7,0 |
| Estados e municípios | 33.246,6 | 1.565,5 | | 1.565,5 | 4,7 |
| Banco Central | 4.015,4 | | 134,3 | 134,3 | 3,3 |
| Empresas públicas | 10.676,0 | 1.886,7 | | 1.886,7 | 17,7 |
| Bancos | 41.684,7 | 4.501,2 | 5.290,0 | 9.791,2 | 23,5 |

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Dentro do governo geral, US\$ 37,1 bilhões são de responsabilidade da União e US\$ 33,2 bilhões dos estados e municípios. Não há discriminação dos entes subnacionais, mas depreende-se de outras informações que grande parte dos US\$ 33,2 bilhões refere-se aos estados. A dívida externa da União corresponde basicamente à emissão de títulos no mercado

⁷ Os dados foram retirados do Quadro XXV da Nota para Imprensa – Setor Externo, tal qual a Tabela 6. Existem informações para maio de 2017 em outros quadros da publicação, a exemplo do Quadro XXII. Entretanto, não há discriminação do governo geral entre União e estados e municípios. Ademais, os bancos públicos e as estatais são apresentados em conjunto com o setor privado. De qualquer modo, no

caso do governo geral e Banco Central, pelo menos não houve mudança relevante nos cinco meses. Vale observar também que as estatais não incluem Petrobras e Eletrobras que possuem passivos externos bastante altos em termos absolutos, dado o tamanho dessas empresas.

internacional, enquanto o passivo dos estados e municípios derivam-se operações de crédito externo, especialmente junto a organismos internacionais. Conforme visto no RAF nº 5, p. 35, a dívida externa do governo geral é pouco relevante frente ao total de sua dívida, especialmente no caso da União. Mesmo nos estados e municípios, o passivo externo é pequeno comparado ao principal item de sua dívida que é o passivo junto à União, embora o endividamento externo dos entes subnacionais tenha ganho importância no passado recente, especialmente de 2012 a 2014.

Outra informação importante contida na Tabela 7 diz respeito à dívida externa a vencer em 2017, posição ao final de 2016, incluindo-se aí a dívida de curto prazo e a parcela da dívida de longo prazo a ser amortizada neste ano. Essa parcela da dívida é baixa em relação ao total, especialmente no caso do governo geral e do Banco Central, apenas 5,9% e 3,3%, respectivamente. Quanto às estatais e aos bancos, o percentual é mais alto, 17,7% e 23,5%, respectivamente, mas esses números são baixos comparativamente aos 30% e 68,5% vigentes no setor privado não bancário e bancário, respectivamente.

A dívida externa do setor público é baixa relativamente às reservas internacionais do país, ainda mais se forem desconsiderados os bancos públicos que não integram o setor público para fins de apuração do resultado primário e da dívida pública. Assim, o setor público (com ou sem bancos) é credor externo em termos líquidos. Ao final de 2016, por exemplo, enquanto a dívida externa do setor público não financeiro alcançou US\$ 84,9 bilhões, as reservas internacionais estavam em US\$ 365 bilhões, 4,3 vezes mais. Em vista disso, é oportuno avaliar os efeitos das mudanças na taxa de câmbio sobre a dívida pública.

A dívida externa compõe a dívida pública, enquanto as reservas integram os ativos públicos. Quando ocorre desvalorização cambial, aumenta o valor em real da dívida externa, mas também o valor das reservas internacionais. Assim, como as reservas superam amplamente a dívida, a desvalorização cambial reduz a dívida líquida do setor público, mas eleva a dívida bruta, já que, no primeiro conceito, os ativos são deduzidos do passivo, enquanto, no segundo, não. Tal afirmação vale para o conjunto do setor público não financeiro, mas não necessariamente para cada um dos seus integrantes. Na verdade, só vale para a União, já que as reservas internacionais são desse ente. Já estados, municípios e

estatais não possuem ativos corrigidos pela taxa de câmbio, em montante equivalente ao passivo externo, de modo que tanto a dívida líquida quanto à bruta de cada um aumenta com a desvalorização cambial. De qualquer modo, o impacto não é pronunciado, pois a dívida externa das estatais e entes subnacionais não é elevada, conforme visto.

Em relação à União, há que se comentar o efeito das operações de *swap* cambial feitas pelo Banco Central. Essas operações consistem em contratos de troca de rentabilidade de determinado montante (valor nominal), durante o período contratado, usualmente alguns meses. Normalmente, o Banco Central se compromete a pagar a desvalorização cambial do período contratado, mais juros (cupom cambial), e o mercado se compromete a pagar a Selic. Os acertos são feitos diariamente, em dinheiro, de acordo com a diferença. Se a soma da desvalorização cambial com o cupom cambial for maior que a Selic no período, o Banco Central paga ao mercado a diferença; se for menor, o mercado paga àquele a diferença.

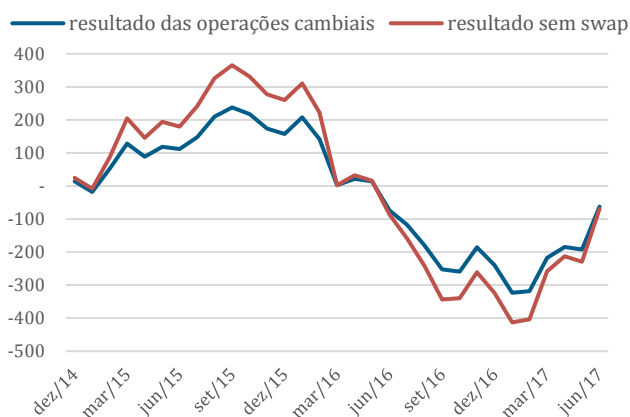
Essas operações destinam-se a oferecer proteção aos agentes econômicos expostos à desvalorização cambial, por conta de empréstimos corrigidos pelo dólar, por exemplo. Em momentos de maior incerteza em relação à evolução da taxa de câmbio, aumenta a demanda dos agentes por essas operações. O Banco Central, por sua vez, as oferece para evitar que a pressão de demanda agrave a incerteza cambial e leve à perda de reservas internacionais. Arrefecidos os ânimos, as operações podem ser gradualmente desfeitas, já que os prazos contratados são curtos.

Embora possam ser um instrumento útil em momentos de maior incerteza, essas operações reduzem os ganhos da União advindos da desvalorização cambial, pois, quando há perda do valor da moeda nacional, ao mesmo tempo que sobe o valor em real das reservas, há o acerto que o Banco Central precisa fazer junto ao mercado. É claro que as perdas não anulam os ganhos, pois o valor nominal das operações sempre foi muito inferior ao das reservas. O recorde foi de US\$ 100 bilhões, do final de 2014 ao início de 2016, enquanto as reservas mantiveram-se acima de US\$ 350 bilhões no período. De qualquer modo, os ganhos líquidos advindos da desvalorização cambial diminuem por força das operações. O acúmulo de reservas iniciado em meados da década passada se deu a um levado custo fiscal, pois foi

financiado por meio do caro endividamento interno. Os ganhos na forma de aumento do valor em real das reservas seria justamente o canal para compensar pelo menos parte desses custos. Ademais, vale registrar, os acertos do Banco Central são feitos, imediatamente, em reais, não importando a trajetória da taxa de câmbio, após o término do contrato de *swap*. Já os ganhos com o aumento do valor em real das reservas não são realizados de modo automático, podendo nem se concretizar caso a desvalorização seja revertida no período seguinte⁸.

O Gráfico 9 abaixo mostra a evolução, a partir do final de 2013, dos resultados do Banco Central com as operações cambiais, com e sem a inclusão dos *swaps*, no acumulado dos últimos doze meses⁹. É possível ver que os *swaps* diminuem as variações do resultado, pois reduzem os ganhos em caso de desvalorização e as perdas em caso de valorização. Por exemplo, em 2015, ano marcado por forte desvalorização cambial, os *swaps* diminuíram o ganho do Banco Central em R\$ 102,6 bilhões. Já em 2016, com a reversão de parte da desvalorização do ano anterior, os *swaps* reduziram as perdas em R\$ 83,8 bilhões.

GRÁFICO 9. RESULTADO DAS OPERAÇÕES CAMBIAIS DO BANCO CENTRAL – ACUMULADO EM DOZE MESES – R\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

As operações de *swap* diminuíram bastante em importância desde o início de 2016. A maior proximidade das duas curvas do Gráfico 9 comprova essa afirmação. O

valor nocional caiu de R\$ 426,7 bilhões em fevereiro de 2016, recorde da série, para R\$ 56,9 bilhões em abril de 2017. Tal fato se deveu à menor incerteza em relação à trajetória da taxa de câmbio. Entretanto, dada a fragilidade da economia brasileira e a forte instabilidade política presente no país, não se pode descartar que o valor nocional suba rapidamente novamente, se o Banco Central optar por esse instrumento, em vez da venda de reservas internacionais. Vale observar que, depois de sucessivas quedas desde fevereiro de 2016, o valor nocional voltou a subir: de R\$ 56,9 bilhões em abril para R\$ 92,1 bilhões em junho (até o dia 23). O fato se deveu à maior incerteza em relação à continuidade do atual governo, no âmbito federal, e das reformas econômicas. Ainda não é possível saber se há de fato uma nova tendência, do mesmo modo que não se pode antever o desdobramento da atual crise política.

⁸ Em que pese a não realização, os resultados positivos do Banco Central possibilitados pela desvalorização cambial são transferidos ao Tesouro Nacional. Tal procedimento não é o mais adequado e deveria ser corrigido. Ver a respeito do assunto o box apresentado no RAF n° 3, de abril de 2017.

(http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529487/EE_Reservas_Internacionais.pdf?sequence=1).

⁹ Os dados para elaborar o gráfico são retirados do Quadro XLII das Notas para a Imprensa – Política Fiscal, disponível na página eletrônica do Banco Central.