

## A VULNERABILIDADE EXTERNA BRASILEIRA NO REGIME CAMBIAL DE FLUTUAÇÃO SUJA

Saulo Quadros Santiago

Especialista em políticas públicas e gestão governamental na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

A análise de indicadores tradicionais de liquidez externa para a economia brasileira, como o divulgado pela agência Standard & Poor's (S&P), construído a partir da razão entre os compromissos em moeda estrangeira em vencimento no curto prazo (inclusive os compromissos de natureza corrente) e o estoque de reservas cambiais, tem mostrado uma melhoria da vulnerabilidade externa brasileira a partir da segunda metade da década de 2000, em grande parte devido ao acúmulo de reservas após a crise de balanço de pagamentos de 1999. No entanto, há evidências factuais de que, em 2015, a economia brasileira se mostrou vulnerável à oscilação das expectativas internacionais, tendo essa vulnerabilidade se refletido em variações da taxa de câmbio, que elevaram os valores em real dos compromissos externos denominados em moeda estrangeira. Ademais, os indicadores mais tradicionais de liquidez externa não captam completamente o problema da vulnerabilidade externa brasileira, uma vez que frequentemente desconsideram o montante de investimentos de portfólio no mercado doméstico, que, se forem liquidados simultaneamente, podem exercer pressão no mercado cambial.

Diante disso, este trabalho tem como principal objetivo a análise da vulnerabilidade externa brasileira a variações no estado de expectativas do investidor atuante em âmbito global, no contexto de regime de câmbio flutuante e aumento da integração dos mercados financeiros domésticos aos mercados globais. Mais especificamente, busca-se avaliar a capacidade de geração de recursos em moeda estrangeira em quantidade compatível com o valor dos compromissos externos em vencimento, diante de uma eventual variação no estado de expectativa internacional.

Destaca-se que a geração de receitas correntes sustentáveis em moeda estrangeira se deteriorou entre 2000 e 2015, como reflexo da tendência de desindustrialização da economia brasileira e do insuficiente desenvolvimento do sistema nacional de

inovação. Nesse período, a pauta de exportação do país apresentou aumento da concentração em bens primários e elevado peso para produtos da indústria de transformação de baixa tecnologia. Já as importações se concentraram em bens manufaturados de média-alta e alta tecnologia. Há, assim, evidência de que os *superavit* comerciais brasileiros foram apoiados em grande parte em variações nos preços das *commodities*, não tendo sido resultantes de produção de bens mais intensivos em conhecimento tecnológico.

Além disso, verifica-se que os fluxos de financiamento em direção ao país apresentaram volatilidade, entre 1995 e 2015, refletindo a oscilação do estado de expectativas internacionais. Apesar da atratividade ao investimento estrangeiro resultante do diferencial entre os juros domésticos e os externos no período 2008-2014, após a crise deflagrada no mercado hipotecário norte-americano e a crise na Zona do Euro, houve retração nos influxos financeiros para a economia brasileira em 2015, associada à deterioração do estado de expectativa internacional em relação ao país e à conjuntura internacional. Há, assim, indícios de que uma deterioração no estado de expectativa internacional pode vir a comprometer refinanciamentos do passivo externo e a resultar em pressões no mercado cambial.

Ressalta-se, ademais, que os fluxos de financiamento para a economia brasileira ao longo da década de 2000 tiveram como consequência a elevação do passivo externo, sem que tenha havido crescimento proporcional do ativo externo. Apesar do aumento das reservas cambiais, entre 2006 e 2012, elas não se mostraram suficientes, em 2015 e 2016, para cobrir simultaneamente as amortizações das dívidas de curto prazo e de médio e longo prazos em vencimento em doze meses, os *deficit* em transações correntes e a liquidação do total dos investimentos de portfólio estrangeiros no mercado local, em uma situação extrema de piora das expectativas internacionais em relação à economia brasileira. No entanto, tendo em vista o

elevado estoque de reservas cambiais e a vigência do regime de câmbio flutuante, essa vulnerabilidade não tem se refletido em um risco de esgotamento das reservas, mas sim em desvalorizações cambiais, que podem aumentar o valor em moeda nacional dos compromissos externos, exercendo impacto negativo sobre a liquidez e, em situações críticas, sobre a solvência externa do setor privado.

SUMÁRIO EXECUTIVO