TEXTO PARA DISCUSSÃO

2321

A VULNERABILIDADE EXTERNA BRASILEIRA NO REGIME CAMBIAL DE FLUTUAÇÃO SUJA

Saulo Quadros Santiago

ipea

2321

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Rio de Janeiro, agosto de 2017

A VULNERABILIDADE EXTERNA BRASILEIRA NO REGIME CAMBIAL DE FLUTUAÇÃO SUJA

Saulo Quadros Santiago[1]

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

Governo Federal

Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão
Ministro Dyogo Henrique de Oliveira

ipea **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiros – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Ernesto Lozardo

Diretor de Desenvolvimento Institucional
Rogério Boueri Miranda

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia
Alexandre de Ávila Gomide

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
José Ronaldo de Castro Souza Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais
Alexandre Xavier Ywata de Carvalho

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação e Infraestrutura
João Alberto De Negri

Diretora de Estudos e Políticas Sociais
Lenita Maria Turchi

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais
Sérgio Augusto de Abreu e Lima Florêncio Sobrinho

Assessora-chefe de Imprensa e Comunicação
Regina Alvarez

Ouvidoria: http://www.ipea.gov.br/ouvidoria
URL: http://www.ipea.gov.br

Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2017

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1.Brasil. 2.Aspectos Econômicos. 3.Aspectos Sociais. I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

JEL: F32; F44.

SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO 7

2 ASPECTOS INSTITUCIONAIS E POLÍTICOS DA INSERÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA NO MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL ENTRE 1990 E 2016 9

3 TRANSAÇÕES CORRENTES E GERAÇÃO DE DIVISAS 15

4 A VOLATILIDADE DOS FLUXOS DE CAPITAL 29

5 POSIÇÃO DO INVESTIMENTO INTERNACIONAL 39

6 A NATUREZA DA VULNERABILIDADE EXTERNA BRASILEIRA NO REGIME DE CÂMBIO DE FLUTUAÇÃO SUJA 43

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS 49

REFERÊNCIAS 51

ANEXO 55

SINOPSE

Este trabalho analisa a vulnerabilidade da economia brasileira a variações no estado de expectativas internacionais, resultante da natureza de sua inserção no cenário externo e das modificações institucionais no mercado cambial e na conversibilidade da conta financeira do balanço de pagamentos. Para isso, analisam-se a capacidade de obtenção de receitas correntes em moeda estrangeira, o comportamento do fluxo financeiro estrangeiro em direção à economia brasileira e as posições acumuladas em ativo e passivo externo. A partir de dados empíricos, verifica-se que a geração de receitas correntes denominadas em moeda estrangeira tem sido espúria, que o fluxo financeiro externo tem sido volátil, oscilando conforme o estado de expectativas internacionais, que o passivo externo líquido tem apresentado crescimento desde meados da década de 2000 e que o estoque acumulado de reservas tem sido insuficiente para fazer face simultaneamente aos compromissos externos e à demanda por moeda estrangeira dos investidores de portfólio, em cenário de deterioração do estado de expectativas.

Palavras-chave: vulnerabilidade externa; câmbio flutuante; fluxos de capital; competitividade externa.

ABSTRACT

This paper analyzes Brazilian vulnerability to changes in international state of expectations as a result from the nature of its insertion in the external scenario and from institutional changes in foreign exchange market and financial account convertibility. For that purpose, it evaluates the capacity of obtaining current revenues in foreign currency, the behavior of foreign financial flow towards domestic economy and the positions in external assets and liabilities. From empirical data, it is verified that current revenues in foreign currency has been spurious, that external financial flow has been volatile, oscillating according to the state of international expectations, and that net external liabilities presented growth along in the 2000's. Moreover, this paper shows that exchange reserves are insufficient to meet both external commitments and liquidation of foreign portfolio investment in local markets, in a situation of state of expectations deterioration.

Keywords: external vulnerability; floating exchange rate; capital flows; external competitivity.

1 INTRODUÇÃO

Desde a década de 1990, a economia brasileira tem progressivamente ampliado a sua integração junto aos mercados financeiros globais, por meio de medidas de liberalização da conta-corrente e da conta financeira do balanço de pagamentos e de redução das restrições à participação de residentes e não residentes no mercado cambial (Souza e Carvalho, 2011; Prates, 2015). Uma das consequências diretas desse processo foi o aumento do fluxo comercial e financeiro entre as fronteiras brasileiras.

No início de 1999, a economia brasileira sofreu ataque especulativo, associado a um movimento de fuga de capitais, que conduziu a um processo de esgotamento do estoque de reservas e levou ao abandono da âncora cambial vigente desde 1994 e à adoção de um regime de câmbio de flutuação suja. Essa mudança foi acompanhada também por modificação na orientação da política monetária, a partir da implementação do regime de metas de inflação, que utiliza a taxa de juros como principal variável de controle da variação do nível geral de preços. Uma vez que o diferencial entre juros internos e externos influencia o volume de influxo líquido de capital externo e a demanda por moeda nacional, a determinação da taxa de câmbio fica subordinada à política monetária e ao estado de expectativas internacionais.

Para evitar outra crise cambial, como a deflagrada no início de 1999, e possibilitar o pagamento da dívida com o Fundo Monetário Internacional (FMI), que impunha condicionalidades em relação à adoção de política econômica, o Brasil adotou a estratégia de acúmulo de reservas cambiais ao longo da década de 2000. Como resultado disso, indicadores tradicionais, como o utilizado pela agência Standard & Poor's (S&P), que buscam avaliar a vulnerabilidade externa 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, têm mostrado uma melhoria da liquidez externa brasileira. No entanto, ao desconsiderar o investimento estrangeiro de portfólio no âmbito doméstico, esses indicadores negligenciam uma potencial fonte de pressão sobre o mercado cambial.

A principal evidência factual a respeito da vulnerabilidade externa brasileira, no período 2010-2016, em situação de câmbio com flutuação suja e elevado estoque acumulado de reservas, ocorreu nos anos de 2015 e 2016. Com a deterioração do

estado de expectativas do investidor internacional em relação à trajetória da economia brasileira, houve redução nos influxos líquidos de capital para o país, levando à redução no saldo da conta financeira do balanço de pagamentos que, em conjunto com o *deficit* recorrente em transações correntes, resultou em desvalorização cambial. Esta, por sua vez, elevou o valor em moeda nacional dos compromissos externos.

Diante disso, este trabalho tem como principal objetivo a análise da vulnerabilidade externa brasileira às variações no estado de expectativas do investidor atuante em âmbito global, no contexto de regime cambial de flutuação suja e aumento da integração dos mercados financeiros *onshore* (sujeitos à jurisdição local) com os mercados *offshore* (não sujeitos à jurisdição local). Por estado de expectativas, entende-se não apenas a expectativa *per se*, mas a confiança dos agentes nas suas expectativas (Dequech, 2000). Está relacionada à percepção de incerteza por parte do investidor. Já a vulnerabilidade externa diz respeito à capacidade de geração de fluxos de renda, em moeda estrangeira, em montante suficiente para fazer face aos compromissos externos em vencimento, que englobam despesas correntes e financeiras, a exemplo de pagamento de amortização e de juros da dívida, importações e remessas de lucros e dividendos. Dessa forma, este trabalho busca avaliar a capacidade de obtenção de recursos em moeda estrangeira, em quantidade compatível com o valor dos compromissos externos em vencimento, diante de uma eventual variação no estado de expectativas internacionais.

Para atingir o objetivo proposto, o trabalho será desenvolvido em seis seções, além desta introdução. Na seção 2, descrevem-se as principais mudanças institucionais ocorridas no mercado cambial brasileiro, bem como as medidas que levaram ao aumento da conversibilidade da conta financeira do balanço de pagamentos e conferiram maior liberdade para a participação do investidor estrangeiro no mercado doméstico. Na seção 3, analisa-se a capacidade de geração de receitas correntes sustentáveis em moeda estrangeira, comprometida pelo aumento da concentração da estrutura produtiva em bens primários e pelo insuficiente grau de desenvolvimento do sistema nacional de inovação. Na seção 4, verifica-se o comportamento dos fluxos financeiros

para a economia brasileira, registrados no balanço de pagamentos,[1] relacionando-os ao estado de expectativa internacional e aos ciclos de liquidez mundial. Na seção 5, avalia-se a posição de investimento internacional brasileira, chamando-se atenção para o aumento do passivo externo ao longo da década de 2000, superior ao do ativo e para a composição da dívida externa em termos de moeda estrangeira. Na seção 6, destaca-se o aumento da participação estrangeira nos mercados domésticos de títulos de renda fixa e variável e mensura-se a vulnerabilidade externa da economia brasileira, levando-se em consideração a dívida externa de curto prazo, as amortizações em doze meses da dívida externa de médio e longo prazo, o *deficit* em transações correntes, os investimentos estrangeiros em portfólio no mercado doméstico e o estoque de reservas. A partir disso, avalia-se a natureza da vulnerabilidade externa brasileira, no regime cambial de flutuação suja e diante do acúmulo de um estoque elevado de reservas, diferenciando-a da vulnerabilidade apresentada na década de 1990. Na seção 7, são tecidas as considerações finais.

2 ASPECTOS INSTITUCIONAIS E POLÍTICOS DA INSERÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA NO MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL ENTRE 1990 E 2016

No final da década de 1980 e início da seguinte, foram realizadas mudanças na institucionalidade do mercado cambial brasileiro, relacionadas ao aumento tanto do seu grau de desregulação quanto da conversibilidade da conta-corrente e da conta financeira do balanço de pagamentos. Assim, iniciou-se um processo de reinserção da economia brasileira no cenário internacional, passando a fazer parte, em maior ou menor grau, da globalização financeira e produtiva em curso.

Entre as principais medidas adotadas, destacam-se: *i)* a criação de um segmento do mercado cambial caracterizado pela livre flutuação; *ii)* a permissão para a venda

1. É importante destacar que, a partir de 2015, houve mudança metodológica nos dados do balanço de pagamentos brasileiro divulgados pelo Banco Central do Brasil (BCB), para atender a 6ª edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional (BPM6) do FMI. Os dados de 2014 foram revisados e divulgados segundo essa nova metodologia. Já os dados de 2010 e 2013 consistem em estimativas para atender às principais mudanças relevantes. Assim, há alterações metodológicas, a partir de 2010, ao longo da série histórica, principalmente em relação à contabilização dos lucros reinvestidos no âmbito das rendas primárias, com contrapartida nos investimentos estrangeiros diretos (IEDs), levando à subestimação das respectivas rubricas no período anterior a 2010. Para mais detalhes, ver BCB (2015a; 2015b).

de moeda estrangeira adquirida no mercado paralelo a agências credenciadas, sem identificação; *iii)* a facilitação para a saída de capital, por meio de mudanças na conta CC5,[2] que permitiram que as instituições financeiras que operavam no mercado doméstico alocassem para o exterior tanto seus próprios recursos quanto os depósitos em geral, sem necessidade de demonstrar que eles haviam sido previamente aplicados no Brasil; *iv)* a redução de entraves aos investimentos estrangeiros no mercado de portfólio doméstico, ainda que incompleta e heterogênea entre os diversos segmentos do mercado; e *v)* a eliminação progressiva das restrições quantitativas às importações e às operações cambiais associadas a remessas de lucros, juros e dividendos ao exterior (Prates, 2015; Souza e Carvalho, 2011). Em conjunto, essas medidas conferiram maior liberdade aos fluxos de capital entre as fronteiras brasileiras, além de aumentar o grau de conversibilidade externa *de jure* da moeda nacional.

A implementação dessas medidas propiciou um ingresso substancial de capital estrangeiro na economia brasileira até 1994, favorecendo a adoção da âncora cambial, com a finalidade de controlar o processo inflacionário, no âmbito do Plano Real. O regime cambial consistia, em primeiro momento, na adoção de bandas assimétricas, ou seja, o real podia sofrer apreciações, mas não podia depreciar além da paridade 1:1 com o dólar. Posteriormente, em 1995, a âncora foi modificada para um sistema de bandas deslizantes, em patamares considerados ainda valorizados. O seu êxito relativo foi garantido até novembro de 1998 pelo crescimento do influxo externo de capitais, influenciado pela melhoria no estado de confiança dos investidores internacionais em relação ao desempenho macroeconômico brasileiro (De Paula e Alves Junior, 1999; Jayme Junior e Crocco, 2005; Souza e Carvalho, 2011; Souza, 1999) e pelo processo de privatização de empresas estatais.

Apesar da melhoria da entrada de capitais financeiros até meados de 1998, o resultado comercial brasileiro sofreu deterioração, como consequência do crescimento econômico, da manutenção da taxa de câmbio em patamares valorizados e da redução dos preços de algumas *commodities* contidas na pauta de exportação, o que contribuiu para a ocorrência de *deficit* substanciais em transações correntes. O elevado peso

2. As contas CC5 se referem às contas de depósitos em moeda nacional, mantidas no Brasil por residentes, domiciliados ou com sede no exterior. Elas eram sujeitas às normas estabelecidas pela Carta Circular nº 5, publicada pelo BCB em 1969. Essas regras foram revogadas em 1996, quando deixou de utilizar o termo "conta CC5".

dos capitais de curto prazo na conta financeira, a dificuldade de geração de divisas estrangeiras, por meio de operações comerciais, e o baixo nível de reservas cambiais aumentaram a necessidade de se recorrer ao mercado financeiro global para viabilizar o pagamento dos compromissos externos em vencimento. A própria manutenção da âncora cambial dependia dos refinanciamentos do passivo de curto prazo junto ao exterior, o que agravava a vulnerabilidade brasileira às oscilações no estado de expectativa internacional.

No início de 1999, houve reversão dos fluxos de capital internacional em direção ao Brasil diante da deterioração da confiança dos investidores em relação à capacidade de o país obter as divisas estrangeiras necessárias para manter a taxa de câmbio valorizada e saldar os compromissos externos. Por sua vez, o movimento de fuga de capitais provocou diminuição das reservas, inviabilizando a âncora cambial. O saldo negativo na conta de capitais e o *deficit* em transações correntes implicaram desequilíbrios no balanço de pagamentos e na negociação de empréstimos adicionais junto ao FMI, cuja concessão exigia o atendimento de condicionalidades por parte do devedor, como a realização de políticas macroeconômicas contracionistas. Para amenizar a fuga de capital, o governo brasileiro abandonou a âncora cambial em 1999, permitindo, a partir de então, que a taxa de câmbio flutuasse, porém com espaço para intervenção ocasional do BCB com o propósito de conter uma excessiva volatilidade.

A partir de março de 1999, a taxa de juros passou a ser utilizada, de forma cada vez mais ampla, como instrumento de estabilização do nível geral de preços, no âmbito do regime de metas de inflação. Nesse sentido, a política cambial passou a ser subordinada ao objetivo de controle do crescimento do nível geral de preços, não sendo utilizada sistematicamente como instrumento de promoção da competitividade externa.

É importante ressaltar que, apesar dos avanços no sentido da ampliação da conversibilidade na conta-corrente e na conta financeira do balanço de pagamentos na primeira metade da década de 1990, ainda persistiam restrições aos fluxos cambiais e às aplicações estrangeiras no mercado financeiro doméstico. Para aumentar a integração da economia brasileira ao mercado internacional, foram implementadas ao longo da década de 2000 novas modificações institucionais no que se refere às regras para as transações cambiais e a participação de não residentes no mercado doméstico.

No âmbito dessas mudanças, cumpre destacar a autorização, em 2000, para investimentos estrangeiros nos mesmos produtos disponíveis aos agentes residentes, com livre transferência dos recursos entre investimentos em renda variável e em renda fixa. Passou-se a permitir inclusive o investimento sem limites em derivativos cambiais, negociados em âmbito doméstico. Com isso, conferiu-se liberdade plena para os investimentos estrangeiros no mercado interno (Prates, 2015).

Entre 2005 e 2008, em um cenário de abundância de liquidez internacional, o governo brasileiro avançou mais em direção à liberalização da conta financeira. Em primeiro lugar, foi unificado o mercado cambial, em 2005, concomitante à autorização para que os residentes transferissem recursos financeiros para o exterior. Em segundo, extinguiu-se o monopólio cambial por parte do BCB, em 2006, eliminando-se a obrigação de as instituições financeiras depositarem junto à autoridade monetária os valores que excedessem a posição comprada em moeda estrangeira de US$ 5 milhões, sem remuneração. Em terceiro lugar, foi eliminada, em 2008, a obrigatoriedade de internalização das receitas de exportação denominadas em moeda estrangeira (Prates, 2015; Souza e Carvalho, 2011).

Apesar da eliminação das restrições aos movimentos de capitais entre as fronteiras brasileiras, tanto para os investimentos de residentes no mercado externo quanto para os investimentos de não residentes no mercado interno, ainda há controle rígido sobre a manutenção de contas em moeda estrangeira em âmbito doméstico. Somente uma quantidade reduzida de instituições financeiras, que gerenciam carteiras de câmbio, pode possuir posições em moeda estrangeira no mercado à vista.

No entanto, essas mesmas restrições não se aplicam às posições em derivativos cambiais. Mais especificamente, tanto residentes quanto não residentes[3] possuem liberdade para transacionar esses ativos, sem limite de valor, porém a liquidação desses contratos deve necessariamente ocorrer em moeda nacional. Em outras palavras, os ganhos e as perdas decorrentes do investimento em derivativos são denominados em reais, tendo em vista a restrição para atuação no segmento à vista do mercado cambial.

3. "No Brasil, no caso dos contratos futuros, o potencial de alavancagem das operações realizadas por investidores não residentes (conta 2.689) foi levado ao limite por uma inovação financeira introduzida pelos bancos residentes (nacionais e estrangeiros), que passaram a emprestar reais ou alugar títulos públicos para que esses investidores constituíssem essas margens, sem a necessidade de internalizar dólares no país" (Prates, 2015, p. 85).

É importante observar que a liberdade conferida aos residentes e não residentes para a formação de posições em derivativos cambiais elevou o volume de recursos transacionados no âmbito desse mercado, aumentando as suas dimensões, profundidade e organização. Dessa forma, houve ampliação da liquidez do mercado de derivativos cambiais brasileiros. Os investimentos nele abrangem operações de: *i) hedge*, com fins de proteção contra riscos cambiais e casadas com operações de sinal contrário no mercado à vista; *ii)* arbitragem, com a finalidade de obtenção de ganhos a partir do diferencial entre os preços no mercado à vista e no mercado futuro e entre as taxas de juros domésticas e as externas; e *iii)* especulação, com o objetivo de geração de ganhos de capital, sem qualquer forma de cobertura contra o risco cambial (Farhi, 1999).

A liquidez conferida ao mercado de derivativos brasileiro e as suas dimensões, em termos de volume de recursos transacionados, resultaram no aumento da influência da taxa de câmbio futura, afetada por operações especulativas, sobre a taxa à vista. Em outras palavras, investimentos de caráter especulativo em derivativos influenciam a taxa de câmbio futura e, indiretamente, a taxa à vista, devido às operações de arbitragem, que tendem a reduzir o diferencial entre elas.[4]

Em termos de instrumentos de gestão do fluxo de capital, é importante destacar a utilização do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), a partir de outubro de 2009, incidindo inicialmente sobre investimentos de portfólio em ações e títulos de renda fixa, com alíquota de 2%. Diante do elevado influxo de capital externo para o país e da excessiva apreciação cambial, resultante do elevado diferencial de juros entre o Brasil e o exterior, o IOF passou a ser utilizado como mecanismo para reduzir o incentivo à entrada de fluxo financeiro no país e conter a valorização da taxa de câmbio. A partir de outubro de 2010, as alíquotas sofreram elevações conforme a percepção do governo quanto ao grau de exposição da economia doméstica a choques externos. Além disso, a base de incidência foi progressivamente ampliada, passando a abranger inclusive captações externas de empresas e bancos brasileiros, empréstimos intercompanhia, operações envolvendo *American despositary receipts* (ADRs),[5] gastos com cartão de crédito no exterior e posições vendidas em derivativos cambiais (Cagnin

4. Para mais detalhes, ver Prates (2015).
5. São ações negociadas no exterior, a partir de certificados emitidos no sistema financeiro norte-americano.

e Freitas, 2015). De forma complementar, a partir de janeiro de 2011, foi estabelecido recolhimento compulsório sobre excessos em posições vendidas em moeda estrangeira.[6]

Em conjunto com o IOF e com os recolhimentos compulsórios, o BCB realizou intervenções no mercado de derivativos cambiais, entre 2010 e 2012, por meio da oferta de *swaps* reversos,[7] com o intuito de evitar uma valorização excessiva da taxa de câmbio. Essas intervenções já haviam sido realizadas anteriormente, entre 2005 e 2008, com o mesmo objetivo, diante da abundância de influxos financeiros em direção à economia brasileira, atraídos pela elevação dos preços das *commodities*, pelo dinamismo do mercado consumidor doméstico, pela perspectiva de crescimento econômico, pelo elevado patamar da taxa básica de juros e pela melhora da avaliação do risco de crédito soberano brasileiro por parte das agências de *rating*. Já, a partir de 2013, foram realizadas vendas de *swaps* por parte da autoridade monetária, dessa vez para conter a depreciação cambial.

Conforme destacado por Prates (2015), a adoção desse conjunto de instrumentos de gestão de fluxos de capital foi exitosa na redução do ingresso líquido de fluxos financeiros e no alongamento do prazo da dívida externa, apenas a partir de agosto de 2011. Até então, a mudança tinha ocorrido predominantemente em termos da composição do influxo financeiro e não do seu montante ou do seu prazo, uma vez que as restrições quantitativas eram burladas por meio de outros canais de investimento, entre os quais a formação de posições em derivativos cambiais. Posteriormente, o custo dessas operações foi elevado por meio da incidência de imposto de 1% sobre elas. O recolhimento de depósitos compulsórios sobre o excesso de posições vendidas em moeda estrangeira também contribuiu para a diminuição do incentivo ao investimento financeiro estrangeiro, principalmente o de caráter especulativo.

É importante destacar que os instrumentos adotados para controle sobre os fluxos de capital são de natureza quantitativa, ou seja, eles afetam os custos e os ganhos de capital

6. O limite estabelecido pela Circular BCB nº 3.520, de 6 de janeiro de 2011, a partir do qual era recolhido o depósito compulsório, consistia no menor entre os seguintes valores: US$ 3 bilhões ou o patrimônio de referência (nível I). Já a Circular BCB nº 3.548, de 8 de julho de 2011, reduz esse limite para US$ 1 bilhão.

7. Operação com derivativo equivalente à compra de moeda estrangeira no mercado futuro pelo BCB, em que este paga juros ao comprador e recebe em troca o montante equivalente à desvalorização cambial. Já o *swap* equivale à venda futura de moeda estrangeira pelo BCB, cabendo a este pagar ao comprador o montante equivalente à desvalorização cambial, em troca de recebimentos de juros.

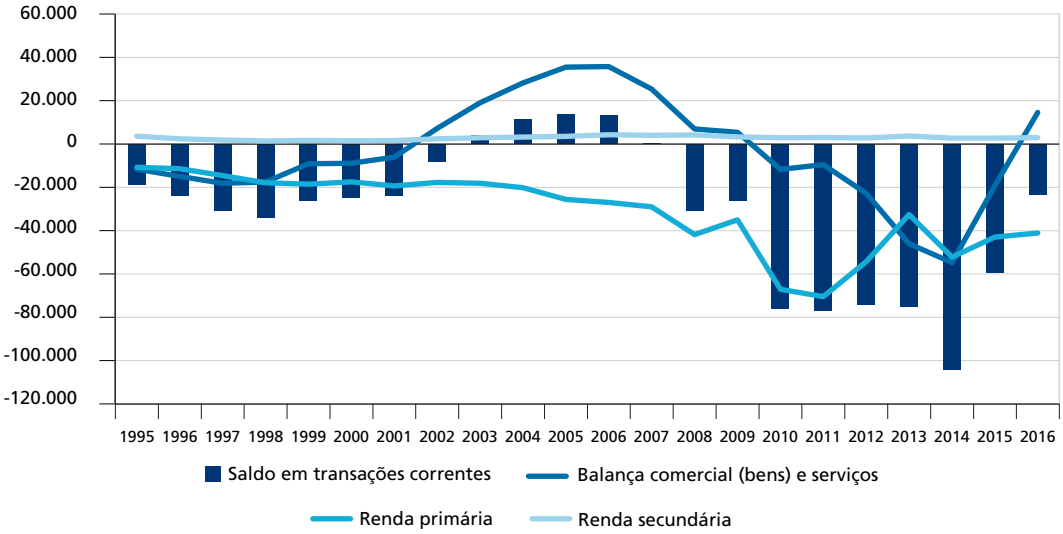
dos investidores. No entanto, não há impacto sobre a institucionalidade do mercado cambial brasileiro, não modificando a abertura aos fluxos internacionais de capital. Mais especificamente, a partir de 2009, não houve recuo em termos das modalidades de transações cambiais permitidas, nem aumento das restrições em termos de agentes autorizados a participar do mercado. Dessa forma, continuaram sendo permitidos os investimentos estrangeiros de portfólio no mercado doméstico e a participação de não residentes no mercado de derivativos cambiais, não havendo mudanças qualitativas relevantes na abertura brasileira aos fluxos internacionais de capitais.

3 TRANSAÇÕES CORRENTES E GERAÇÃO DE DIVISAS

Para analisar a vulnerabilidade externa da economia brasileira, no cenário de ampliação da sua integração aos mercados financeiros globais, é necessário inicialmente examinar a sua capacidade de geração de divisas estrangeiras em montante suficiente para a liquidação das obrigações externas, sem que seja preciso recorrer a refinanciamentos ou ao estoque acumulado de reservas cambiais. Essa capacidade está refletida no histórico de transações correntes do país, cujas rubricas englobam as receitas e as despesas relacionadas ao comércio de bens, à prestação de serviços, ao recebimento ou pagamento de rendas de fatores (como juros e dividendos) e a transferências unilaterais entre diferentes economias.

Por meio do gráfico 1, é possível observar que, no período entre 1995 e 2016, o saldo brasileiro em transações correntes foi predominantemente deficitário. O sinal do resultado foi positivo apenas entre 2003 e 2007, ou seja, em cinco dos 21 anos abrangidos nessa série histórica, o que permite argumentar que a economia brasileira tem apresentado regularmente *deficit* em transações correntes, possuindo dificuldades de obtenção de divisas estrangeiras a partir dessas operações.

GRÁFICO 1
Evolução do saldo dos principais componentes das transações correntes brasileiras
(Em US$ milhões)

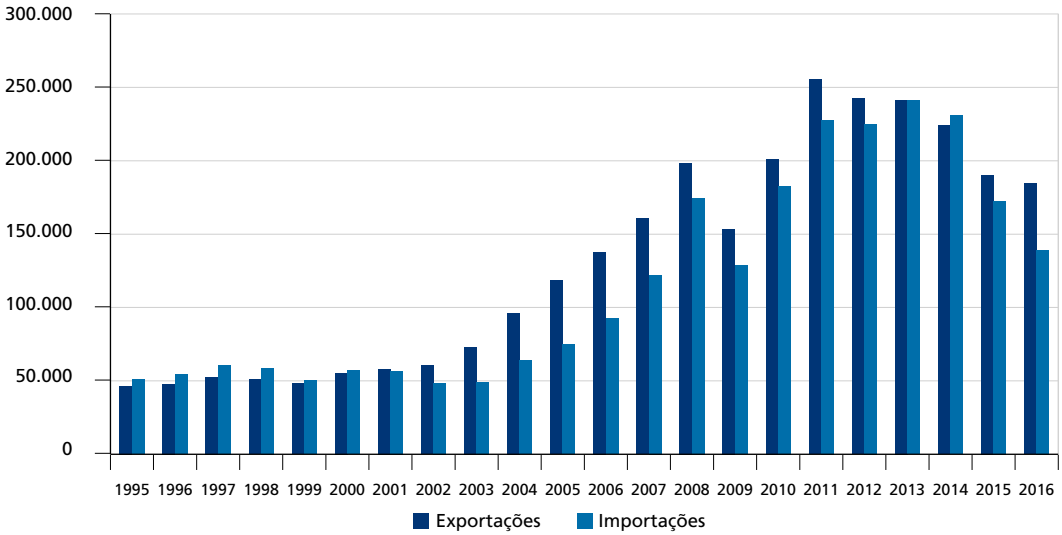


Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

Ao se analisarem os saldos dos principais componentes das transações correntes brasileiras (balança comercial e de serviços, renda primária e renda secundária), ilustrados também no gráfico 1, verifica-se a existência de *deficit* em renda primária em todos os anos entre 1995 e 2016. O saldo em renda secundária (antiga conta de transferências unilaterais), apesar de ter sido sempre positivo no período em consideração, apresentou pequena magnitude, tendo um baixo peso no resultado corrente total. Por sua vez, o saldo conjunto da balança comercial e de serviços foi predominantemente deficitário, apresentando resultados positivos apenas nos anos 2003-2009 e 2016, o que permite explicar o breve *superavit* corrente entre 2003 e 2007.

A observação da balança comercial brasileira entre 1995 e 2016 fornece evidências a respeito da competitividade externa dos bens produzidos internamente. A partir do gráfico 2, verifica-se a existência de quatro períodos diferentes no que se refere ao sinal do saldo comercial: *i) deficit* entre 1995 e 2000; *ii) superavit* entre 2001 e 2013; *iii) deficit* em 2014 e 2015; e *iv) superavit* em 2016. A interpretação do resultado comercial nesses períodos pode ser feita a partir da análise da evolução da taxa de câmbio em conjunto com o nível de renda nacional, da composição das pautas de exportação e importação e do comportamento do preço dos bens de maior peso na pauta exportadora e importadora do Brasil.

GRÁFICO 2
Evolução da balança comercial brasileira
(Em US$ milhões)



Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

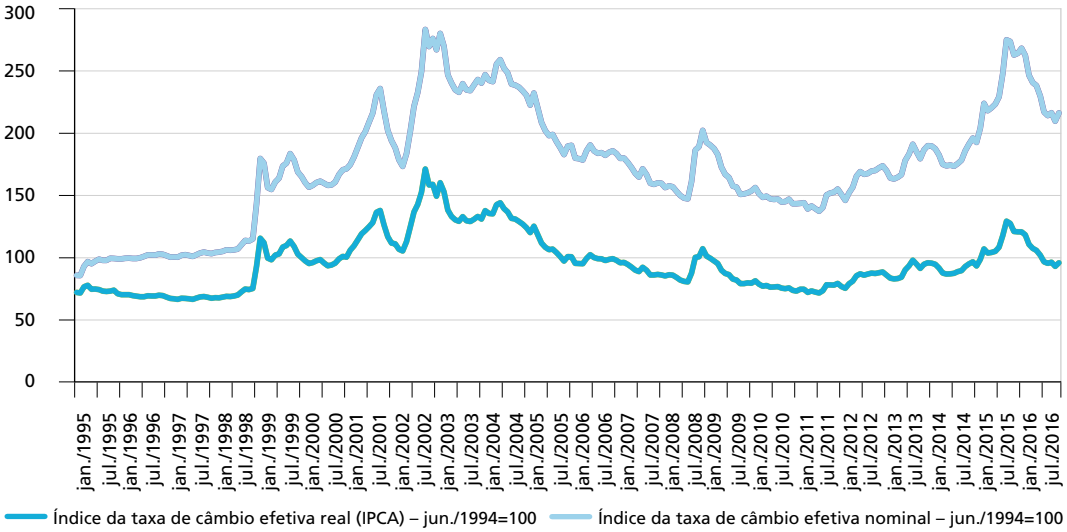
No que diz respeito à evolução da taxa de câmbio efetiva nominal brasileira, observa-se, no gráfico 3, uma tendência de desvalorização até 2003. Entre 2003 e 2012, o movimento foi de valorização da moeda nacional. Já no período 2012-2016, houve novamente uma tendência de depreciação, brevemente revertida no segundo semestre de 2016. Ainda no gráfico 3, é possível verificar que a evolução da taxa de câmbio efetiva real acompanhou o movimento da taxa nominal. Dessa forma, nos períodos de valorização nominal, houve elevação dos preços dos bens nacionais em relação aos similares produzidos pelos outros países, o que tende a elevar as importações, reduzir as exportações e afetar negativamente o saldo comercial. O mesmo raciocínio se aplica de maneira inversa aos momentos de desvalorização do câmbio nominal.

No entanto, ao se compararem os fluxos comerciais brasileiros com a evolução da taxa de câmbio, observam-se saldos superavitários anuais no período entre 2003 e 2013, em que houve tendência predominante de valorização da moeda nacional e elevação progressiva do nível de renda nacional,[8] resultado deficitário em 2014, concomitante à desvalorização

8. Com exceção de 2009, em que a variação real do produto interno bruto (PIB) foi de -0,13%, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

cambial, e novamente superavitário em 2015 e 2016, associado principalmente à recessão sofrida pelo país.[9] Analisando-se somente as importações nesses períodos, verifica-se que o seu comportamento está coerente com o esperado diante do movimento da taxa de câmbio e com a variação do produto nacional. Mais especificamente, elas apresentaram crescimento, influenciado pela valorização cambial e elevação do PIB, e estagnaram ou mesmo reduziram a partir da inversão da tendência de apreciação da taxa de câmbio e de crescimento do produto. Entretanto, as exportações apresentaram comportamento discrepante com o que poderia se esperar como resultado apenas da variação cambial. Elas aumentaram entre 2003 e 2013, apesar do aumento dos preços dos bens domésticos em relação aos estrangeiros, e diminuíram no ano seguinte, em que houve depreciação real. Diante disso, é preciso recorrer a outras variáveis, além da taxa de câmbio, como a composição das pautas exportadoras e importadoras e a evolução dos preços dos bens com maior peso nelas, para uma análise da capacidade de obtenção de divisas estrangeiras a partir do comércio internacional, entre 2003 e 2016.

GRÁFICO 3
Taxas de câmbio efetivas nominais e reais



Fonte: BCB.
Elaboração do autor.
Obs.: 1. A taxa de câmbio efetiva nominal é calculada a partir da expressão $\frac{e}{ei} * ki$, em que *e* consiste na taxa de câmbio nominal real (BRL) por dólar (USD), *ei* consiste na paridade entre a moeda do país *i* e o dólar (USD) e *ki* consiste no fator de ponderação do país *i* em termos de relações comerciais com o Brasil. Por sua vez, a taxa de câmbio efetiva real é calculada a partir da expressão $\frac{e}{ei} * \frac{pi}{p} * ki$, em que *pi* consiste no índice de preços do país *i* e *p* no índice de preços domésticos.
2. IPCA – índice nacional de preços ao consumidor amplo.

9. De acordo com o IBGE, as taxas de crescimento real do PIB brasileiro foram de -3,77% e -3,59% em 2015 e 2016, respectivamente.

A tabela 1 mostra que, entre 1997 e 2009, a maior parte do valor das exportações brasileiras estava concentrada em bens manufaturados. Já, entre 2010 e 2016, a categoria de maior peso passou a ser produtos básicos, que engloba primordialmente *commodities*. Ao longo da década de 2000, o valor das exportações de produtos básicos cresceu 616%, ao passo que o das exportações de bens manufaturados aumentou 144%. Nesse sentido, verifica-se uma significativa elevação do valor total das exportações de *commodities* e da sua participação no valor exportado, em detrimento dos bens industrializados, que apresentou tendência de deflação influenciada pelo aumento da oferta mundial, principalmente da China (Sarti e Hiratuka, 2017).

TABELA 1
Exportações brasileiras por fator agregado

Ano	**Total**	Básicos		Semimanufaturados		Manufaturados		Operações especiais	
		US$ FOB	Participação (%)	US$ FOB	Participação (%)	US$ FOB	Participação (%)	US$ FOB	Participação (%)
1997	**52.982.725.829**	14.468.630.204	27,31	8.477.607.705	16,00	29.192.671.722	55,10	843.816.198	1,59
1998	**51.139.861.545**	12.976.629.639	25,37	8.120.091.260	15,88	29.386.759.463	57,46	656.381.183	1,28
1999	**48.012.789.947**	11.827.714.439	24,63	7.981.816.621	16,62	27.331.116.461	56,92	872.142.426	1,82
2000	**55.118.919.865**	12.564.213.653	22,79	8.499.143.505	15,42	32.558.809.196	59,07	1.496.753.511	2,72
2001	**58.286.593.021**	15.349.157.173	26,33	8.243.719.500	14,14	32.957.232.261	56,54	1.736.484.087	2,98
2002	**60.438.653.035**	16.959.137.566	28,06	8.965.474.566	14,83	33.068.452.805	54,71	1.445.588.098	2,39
2003	**73.203.222.075**	21.186.280.630	28,94	10.944.949.061	14,95	39.763.702.130	54,32	1.308.290.254	1,79
2004	**96.677.498.766**	28.528.570.681	29,51	13.432.829.719	13,89	53.137.454.153	54,96	1.578.644.213	1,63
2005	**118.529.184.899**	34.723.705.048	29,30	15.962.530.677	13,47	65.360.670.060	55,14	2.482.279.114	2,09
2006	**137.807.469.531**	40.280.500.171	29,23	19.522.657.784	14,17	75.022.939.944	54,44	2.981.371.632	2,16
2007	**160.649.072.830**	51.595.634.520	32,12	21.799.871.161	13,57	83.942.894.369	52,25	3.310.672.780	2,06
2008	**197.942.442.909**	73.027.659.951	36,89	27.073.161.050	13,68	92.682.612.825	46,82	5.159.009.083	2,61
2009	**152.994.742.805**	61.957.450.140	40,50	20.499.192.345	13,40	67.349.060.428	44,02	3.189.039.892	2,08
2010	**201.915.285.335**	90.004.977.023	44,58	28.207.374.323	13,97	79.562.636.749	39,40	4.140.297.240	2,05
2011	**256.039.574.768**	122.456.858.719	47,83	36.026.477.307	14,07	92.290.867.357	36,05	5.265.371.385	2,06
2012	**242.578.013.546**	113.454.235.845	46,77	33.042.049.837	13,62	90.707.180.387	37,39	5.374.547.477	2,22
2013	**242.033.574.720**	113.023.336.257	46,70	30.525.504.105	12,61	92.945.137.539	38,40	5.539.596.819	2,29
2014	**225.100.884.831**	109.556.367.262	48,67	29.065.355.554	12,91	80.211.027.835	35,63	6.268.134.180	2,78
2015	**191.134.324.584**	87.188.201.254	45,62	26.463.342.223	13,85	72.790.648.605	38,08	4.692.132.502	2,45
2016	**185.235.400.805**	79.159.362.050	42,73	27.962.807.373	15,10	73.920.689.765	39,91	4.192.541.617	2,26

Fonte: Secretaria de Comércio Exterior/Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços (Secex/MDIC).
Obs.: FOB – free on board.

Ao se observar a tabela 2, que mostra a composição das exportações brasileiras por intensidade tecnológica, verifica-se que, entre 1997 e 2007, os produtos da indústria de transformação de baixa tecnologia respondiam pela maior parte do valor exportado, seguidos pelos produtos industrializados de média-alta tecnologia. Entre 2007 e 2016,

os produtos não classificados como indústria de transformação, compostos em grande medida por *commodities*, passaram a ser a categoria de maior peso, no âmbito dessa classificação. Por um lado, esses dados fornecem evidências adicionais do aumento do valor das exportações de *commodities* ao longo da década de 2000, maior que o dos produtos da indústria de transformação. Por outro lado, eles permitem verificar que, no âmbito dos bens industrializados, os de baixa tecnologia possuem uma participação maior na pauta exportadora da economia brasileira e os de alta tecnologia, uma participação pouco expressiva.

Já o valor das importações brasileiras está concentrado em bens manufaturados. Na maior parte da série histórica disponibilizada na tabela 3, a participação destes na pauta importadora situa-se acima de 80%. Apenas no período 2003-2008, a participação foi menor que 80%, porém superior a 75%. No que se refere à classificação por intensidade tecnológica, verifica-se, por meio da tabela 4, um elevado valor das importações de produtos da indústria de transformação de média-alta, média-baixa e alta tecnologia, em comparação com os demais, conferindo um alto peso para essas categorias.

As composições das pautas de exportação e de importação do Brasil tendem a refletir a estrutura produtiva brasileira. Segundo Marconi (2015), desde o início da década de 1980, tem havido progressiva redução da participação da indústria de transformação no valor adicionado, com breves períodos de recuperação. Ao contrário do que ocorreu nos países mais desenvolvidos, a reversão do movimento de industrialização brasileiro ocorreu concomitantemente a um reduzido nível de renda *per capita*. Assim, não se pode inferir que esse processo foi consequência da Lei de Engel, isto é, da diversificação do consumo em direção a serviços mais modernos, intensivos em conhecimento e geradores de dinamismo na estrutura produtiva, decorrente da elevação da renda. Pelo contrário, os setores mais dinâmicos, que possuem maior produtividade e tendem a ser mais intensivos em tecnologia, perderam participação no valor adicionado e no emprego formal da economia brasileira.[10]

10. Para mais detalhes, ver Marconi (2015).

TABELA 2
Exportações brasileiras por intensidade tecnológica

Ano	Total US$ FOB	Produtos NCIT		Produtos da indústria de transformação de baixa tecnologia		Produtos da indústria de transformação de média-baixa tecnologia		Produtos da indústria de transformação de média-alta tecnologia		Produtos da indústria de transformação de alta tecnologia	
		US$ FOB	Participação (%)	US$ FOB	Participação (%)	US$ FOB	Participação (%)	US$ FOB	Participação (%)	US$ FOB	Participação (%)
1997	**52.982.725.829**	9.829.263.217	18,55	18.315.336.408	34,57	9.136.125.387	17,24	13.348.285.298	25,19	2.353.715.519	4,44
1998	**51.139.861.545**	9.414.596.228	18,41	17.181.341.214	33,60	8.330.433.801	16,29	13.235.860.133	25,88	2.977.630.169	5,82
1999	**48.012.789.947**	8.426.211.679	17,55	16.749.346.810	34,89	7.837.093.903	16,32	11.150.580.717	23,22	3.849.556.838	8,02
2000	**55.118.919.865**	9.150.378.714	16,60	17.110.766.656	31,04	9.232.895.256	16,75	13.071.915.738	23,72	6.552.963.501	11,89
2001	**58.286.593.021**	10.538.736.556	18,08	19.449.227.186	33,37	8.951.983.943	15,36	12.642.696.068	21,69	6.703.949.268	11,50
2002	**60.438.653.035**	11.582.418.596	19,16	20.163.183.110	33,36	9.954.385.794	16,47	13.089.363.053	21,66	5.649.302.482	9,35
2003	**73.203.222.075**	14.469.104.130	19,77	24.517.361.282	33,49	12.255.676.383	16,74	17.131.237.433	23,40	4.829.842.847	6,60
2004	**96.677.498.766**	19.084.437.390	19,74	30.716.382.543	31,77	17.747.869.794	18,36	22.901.000.986	23,69	6.227.808.053	6,44
2005	**118.529.184.899**	24.421.822.407	20,60	35.006.279.279	29,53	21.123.880.284	17,82	29.723.192.002	25,08	8.254.010.927	6,96
2006	**137.807.469.531**	30.702.128.089	22,28	38.912.083.743	28,24	25.575.397.658	18,56	33.841.654.454	24,56	8.776.205.587	6,37
2007	**160.649.072.830**	38.997.649.897	24,28	44.860.876.080	27,92	29.288.287.111	18,23	37.916.062.715	23,60	9.586.197.027	5,97
2008	**197.942.442.909**	57.540.468.044	29,07	52.368.613.111	26,46	35.517.870.442	17,94	41.813.932.691	21,12	10.701.558.621	5,41
2009	**152.994.742.805**	47.483.145.088	31,04	46.102.869.609	30,13	22.553.313.600	14,74	28.477.092.349	18,61	8.378.322.159	5,48
2010	**201.915.285.335**	73.911.431.558	36,61	55.835.185.320	27,65	25.540.306.523	12,65	38.118.812.937	18,88	8.509.548.997	4,21
2011	**256.039.574.768**	104.338.700.302	40,75	63.971.335.789	24,98	33.940.367.165	13,26	45.217.856.912	17,66	8.571.314.600	3,35
2012	**242.578.013.546**	94.303.507.564	38,88	61.913.576.768	25,52	34.529.544.326	14,23	42.727.692.423	17,61	9.103.692.465	3,75
2013	**242.033.574.720**	91.937.364.071	37,99	62.201.943.571	25,70	37.374.608.015	15,44	41.576.615.164	17,18	8.943.043.899	3,69
2014	**225.100.884.831**	88.481.372.760	39,31	60.064.542.679	26,68	30.829.344.038	13,70	36.744.843.655	16,32	8.980.781.699	3,99
2015	**191.134.324.584**	68.240.994.873	35,70	53.383.485.645	27,93	27.142.948.831	14,20	33.116.969.994	17,33	9.249.925.241	4,84
2016	**185.235.400.805**	60.753.816.996	32,80	54.083.803.654	29,20	26.990.917.347	14,57	33.585.659.744	18,13	9.821.203.064	5,30

Fonte: Secex/MDIC.
Obs.: Produtos NCIT – produtos não classificados como de indústria de transformação.

TABELA 3
Importações brasileiras por fator agregado

Ano	Total	Básicos		Semimanufaturados		Manufaturados	
		US$ FOB	Participação (%)	US$ FOB	Participação (%)	US$ FOB	Participação (%)
1997	**59.747.227.088**	8.568.251.076	14,34	1.721.846.051	2,88	49.457.129.961	82,78
1998	**57.763.475.974**	7.372.135.112	12,76	1.709.988.208	2,96	48.681.352.654	84,28
1999	**49.301.557.692**	6.106.050.896	12,39	1.562.111.372	3,17	41.633.395.424	84,45
2000	**55.850.663.138**	7.396.166.269	13,24	2.100.479.008	3,76	46.354.017.861	83,00
2001	**55.601.758.416**	6.987.421.467	12,57	1.894.919.186	3,41	46.719.417.763	84,03
2002	**47.242.654.199**	7.200.655.024	15,24	1.683.810.370	3,56	38.358.188.805	81,19
2003	**48.325.566.630**	8.606.707.044	17,81	1.928.642.850	3,99	37.790.216.736	78,20
2004	**62.835.615.629**	12.299.299.950	19,57	2.818.911.542	4,49	47.717.404.137	75,94
2005	**73.600.375.672**	13.674.825.882	18,58	3.169.298.664	4,31	56.756.251.126	77,11
2006	**91.350.840.805**	17.163.123.998	18,79	4.305.401.491	4,71	69.882.315.316	76,50
2007	**120.617.446.250**	21.773.509.772	18,05	5.659.606.005	4,69	93.184.330.473	77,26
2008	**172.984.767.614**	31.631.127.505	18,29	8.860.067.436	5,12	132.493.572.673	76,59
2009	**127.722.342.988**	18.788.544.131	14,71	5.102.912.925	4,00	103.830.885.932	81,29
2010	**181.768.427.438**	23.891.378.856	13,14	7.103.354.464	3,91	150.773.694.118	82,95
2011	**226.246.755.801**	32.081.382.673	14,18	9.380.191.841	4,15	184.785.181.287	81,67
2012	**223.183.476.643**	29.286.118.270	13,12	9.025.985.285	4,04	184.871.373.088	82,83
2013	**239.747.515.987**	33.431.688.643	13,94	8.187.630.012	3,42	198.128.197.332	82,64
2014	**229.154.462.583**	31.573.948.401	13,78	7.815.149.881	3,41	189.765.364.301	82,81
2015	**171.449.050.909**	19.874.940.148	11,59	6.853.794.592	4,00	144.720.316.169	84,41
2016	**137.552.002.856**	14.275.774.263	10,38	5.640.158.434	4,10	117.636.070.159	85,52

Fonte: Secex/MDIC.

Há quatro principais fatores que explicam a tendência à concentração da estrutura produtiva brasileira no setor primário e à redução da participação da indústria no valor adicionado a partir de meados da década de 2000. Em primeiro lugar, destaca-se a valorização dos preços das *commodities* agrícolas e minerais, favorecida pelo processo de crescimento econômico da China, que passou a demandar esses produtos para atender às necessidades de consumo da sua população e para possibilitar o investimento elevado em infraestrutura (Sarti, 2015). Diante da perspectiva de obtenção de maiores lucros a partir do comércio internacional, aumentou-se o incentivo para a produção e a exportação de bens primários em detrimento dos manufaturados.

TABELA 4
Importações brasileiras por intensidade tecnológica

Ano	**Total US$ FOB**	Produtos NCIT		Produtos da indústria de transformação de baixa tecnologia		Produtos da indústria de transformação de média-baixa tecnologia		Produtos da indústria de transformação de média-alta tecnologia		Produtos da indústria de transformação de alta tecnologia	
		US$ FOB	Participação (%)	US$ FOB	Participação (%)	US$ FOB	Participação (%)	US$ FOB	Participação (%)	US$ FOB	Participação (%)
1997	**59.747.227.088**	7.644.827.429	12,80	6.953.793.816	11,64	8.244.421.838	13,80	25.713.970.299	43,04	11.190.213.706	18,73
1998	**57.763.475.974**	6.356.731.234	11,00	6.750.909.741	11,69	7.690.067.278	13,31	25.900.587.776	44,84	11.065.179.945	19,16
1999	**49.301.557.692**	5.583.236.793	11,32	4.701.161.014	9,54	6.820.085.387	13,83	21.332.290.307	43,27	10.864.784.191	22,04
2000	**55.850.663.138**	6.836.581.450	12,24	4.841.294.349	8,67	9.003.336.354	16,12	21.976.097.273	39,35	13.193.353.712	23,62
2001	**55.601.758.416**	6.474.626.405	11,64	4.240.625.258	7,63	8.464.211.429	15,22	23.680.803.735	42,59	12.741.491.589	22,92
2002	**47.242.654.199**	6.708.503.165	14,20	3.791.880.583	8,03	6.793.135.852	14,38	20.306.432.026	42,98	9.642.702.573	20,41
2003	**48.325.566.630**	7.768.403.818	16,08	3.570.214.514	7,39	6.869.654.083	14,22	20.390.691.514	42,19	9.726.602.701	20,13
2004	**62.835.615.629**	11.146.071.380	17,74	4.385.709.289	6,98	8.713.423.194	13,87	25.256.843.216	40,20	13.333.568.550	21,22
2005	**73.600.375.672**	12.765.618.851	17,34	5.144.852.308	6,99	10.551.604.533	14,34	28.988.937.865	39,39	16.149.362.115	21,94
2006	**91.350.840.805**	16.214.940.793	17,75	6.743.353.152	7,38	14.392.931.789	15,76	33.824.472.425	37,03	20.175.142.646	22,09
2007	**120.617.446.250**	20.716.297.346	17,18	9.102.536.192	7,55	19.770.629.545	16,39	47.271.720.142	39,19	23.756.263.025	19,70
2008	**172.984.767.614**	29.812.514.773	17,23	12.253.355.697	7,08	29.270.826.524	16,92	70.171.177.752	40,56	31.476.892.868	18,20
2009	**127.722.342.988**	17.718.335.260	13,87	11.305.185.821	8,85	18.727.486.513	14,66	54.333.342.767	42,54	25.637.992.627	20,07
2010	**181.768.427.438**	22.585.245.646	12,43	15.303.065.138	8,42	34.402.854.678	18,93	76.187.681.597	41,91	33.289.580.379	18,31
2011	**226.246.755.801**	29.896.711.616	13,21	18.844.251.969	8,33	44.751.703.352	19,78	95.533.940.389	42,23	37.220.148.475	16,45
2012	**223.183.476.643**	28.648.027.656	12,84	19.922.837.339	8,93	42.300.276.352	18,95	94.692.565.441	42,43	37.619.769.855	16,86
2013	**239.747.515.987**	34.080.039.141	14,21	20.542.949.728	8,57	44.264.317.927	18,46	101.011.581.324	42,13	39.848.627.867	16,62
2014	**229.154.462.583**	32.368.779.011	14,13	20.952.558.233	9,14	43.789.497.182	19,11	93.351.227.334	40,74	38.692.400.823	16,88
2015	**171.449.050.909**	20.785.668.152	12,12	17.240.850.005	10,06	29.467.083.302	17,19	73.130.946.883	42,65	30.824.502.567	17,98
2016	**137.552.002.856**	13.351.290.849	9,71	14.371.854.617	10,45	22.591.254.963	16,42	60.496.007.884	43,98	26.741.594.543	19,44

Fonte: Secex/MDIC.

Em segundo lugar, houve crescimento do consumo das famílias, ao longo da década de 2000, influenciado pelas políticas de transferência de renda, aumento do emprego e do salário-mínimo real e expansão do crédito ao consumo, sem que tenha sido ampliada a capacidade de oferta doméstica da indústria de transformação, o que levou ao aumento das importações (Souza, 2015; Sarti, 2015). A elevação do custo unitário do trabalho em termos de dólar e a valorização cambial ocorrida nesse período resultaram em entraves para o crescimento da oferta por parte dos setores de bens comercializáveis dinâmicos. Nesse sentido, a demanda doméstica passou a ser atendida em grande medida por importações, gerando vazamentos para o exterior do poder de compra criado pelas políticas nacionais.

Em terceiro lugar, a produção doméstica de bens intermediários, principalmente insumos processados, apresentou crescimento abaixo das demais categorias de uso entre 2003 e 2008, estagnou nos anos imediatamente seguintes à crise internacional (2010-2013) e declinou entre 2014 e 2016.[11] A deterioração do desempenho desta categoria está associada à redução das demandas inter e intrassetorial, provocada pela queda da produção tanto de bens de consumo (duráveis e não duráveis) e bens de capital quanto de outros bens intermediários, e ao aumento das importações de insumos (Sarti e Hiratuka, 2017). Devido ao elevado peso dos bens intermediários na estrutura industrial brasileira, sua retração tem impacto significativo sobre a participação do setor secundário no valor adicionado total.

Em quarto lugar, o crescimento dos investimentos brasileiros foi baixo em comparação com o do consumo e o dos gastos do governo, entre 2000 e 2015, apesar de ter havido um breve ciclo de investimento de 2005 a 2008.[12] Segundo Terra (2015), os principais obstáculos para o investimento neste período foram: *i)* o longo período de valorização cambial, que gerou expectativa de desvio da demanda para o exterior; *ii)* os elevados custos existentes na economia brasileira, entre os quais os custos do trabalho, de infraestrutura, de impostos, financeiros, entre outros; *iii)* o patamar elevado da taxa básica de juros, que aumenta a atratividade dos títulos públicos de curto prazo, reduz a disponibilidade de financiamento privado, além de aumentar seu custo; *iv)* a distribuição de renda em favor dos trabalhadores e dos rentistas e em detrimento dos

11. Para mais detalhes, ver Sarti e Hiratuka (2017).
12. Uma análise mais aprofundada sobre essa questão pode ser obtida em Sarti (2015).

empresários industriais; *v)* a contração da economia mundial após 2008, que acirrou a concorrência global, reduzindo a demanda por exportações de manufaturas brasileiras e ampliando as importações; e *vi)* a deterioração das expectativas industriais em relação aos rumos da política econômica após 2012.

É importante destacar que o investimento é uma importante fonte de demanda por insumos e bens de capital. Dessa forma, sua expansão poderia ter gerado incentivos para o aumento da oferta desses produtos por parte da indústria de transformação. Além disso, ele exerce impactos positivos sobre a capacidade instalada e sobre a produtividade e a competitividade da economia, podendo incorporar tecnologias avançadas. Nesse sentido, o baixo crescimento dos investimentos, juntamente com os demais fatores enumerados anteriormente, propiciou a perda de participação da indústria de transformação na estrutura produtiva e a redução da sua competitividade externa.

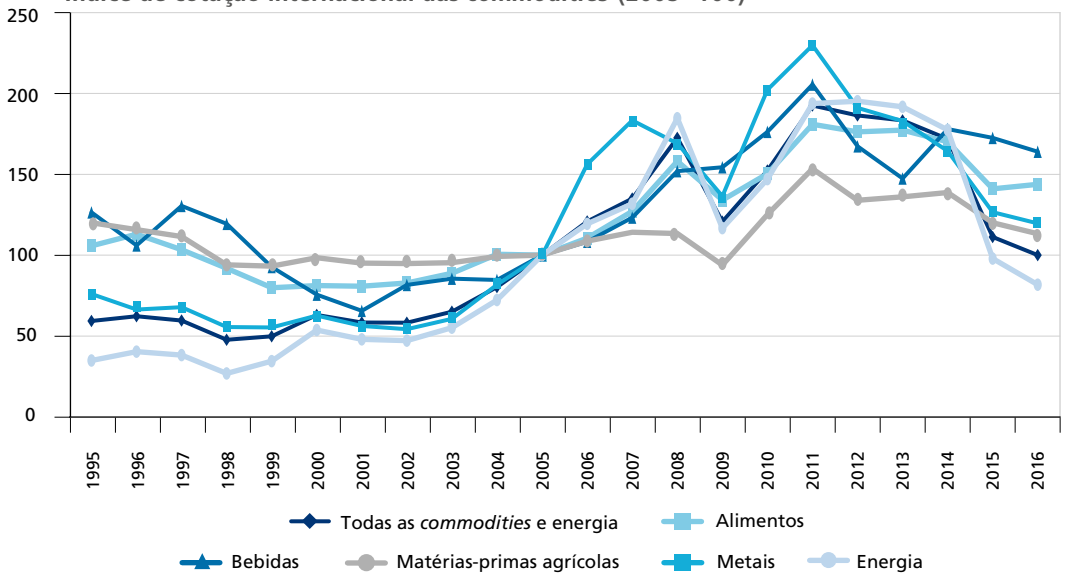
O aumento da concentração da estrutura produtiva e da pauta de exportação brasileira em *commodities* e a elevação dos seus preços internacionais até 2011 (gráfico 4) explicam o crescimento das receitas de exportação, mesmo diante da tendência de valorização cambial entre 2003 e 2012. Segundo Rodriguez (2009), os *superavit* comerciais associados ao setor primário em economias com heterogeneidade estrutural, como os países latino-americanos, entre os quais o Brasil, são normalmente resultantes de baixos salários ou reduzidos custos de obtenção de matéria-prima, possuindo um caráter espúrio. No longo prazo, eles tendem a ser anulados pelo progresso técnico, que gera novos processos ou novos produtos, modificando as relações de custos, inicialmente associadas à dotação de fatores produtivos bem como às suas demandas.[13]

Dessa forma, é possível afirmar que a capacidade de a economia brasileira gerar sustentavelmente divisas por meio do comércio exterior sofreu deterioração entre 2003 e 2015, devido ao aumento da concentração da sua estrutura produtiva e da sua pauta exportadora em bens primários. Assim que houve reversão na trajetória ascendente dos preços dos produtos primários, as receitas de exportação brasileiras passaram a apresentar declínio, mesmo com a taxa de câmbio em movimento de desvalorização. Diante do longo período de valorização cambial, do elevado custo unitário do trabalho e

13. Prebisch (2000) destaca a existência de uma tendência secular de redução dos preços mundiais relativos das *commodities*, com ciclos breves de elevação.

do baixo crescimento do investimento na indústria de transformação, parte significativa dos produtos manufaturados com médio e alto teor tecnológico foi obtida a partir de importações, sendo fonte de gastos em moeda estrangeira. Além disso, é importante destacar o aumento da aquisição de empresas nacionais por grupos estrangeiros que levou à transferência para o exterior dos processos de tomada de decisão estratégica de produção, comercialização e investimento, com impactos sobre a elevação da importação de insumos processados e bens de capital (Sarti e Hiratuka, 2017).

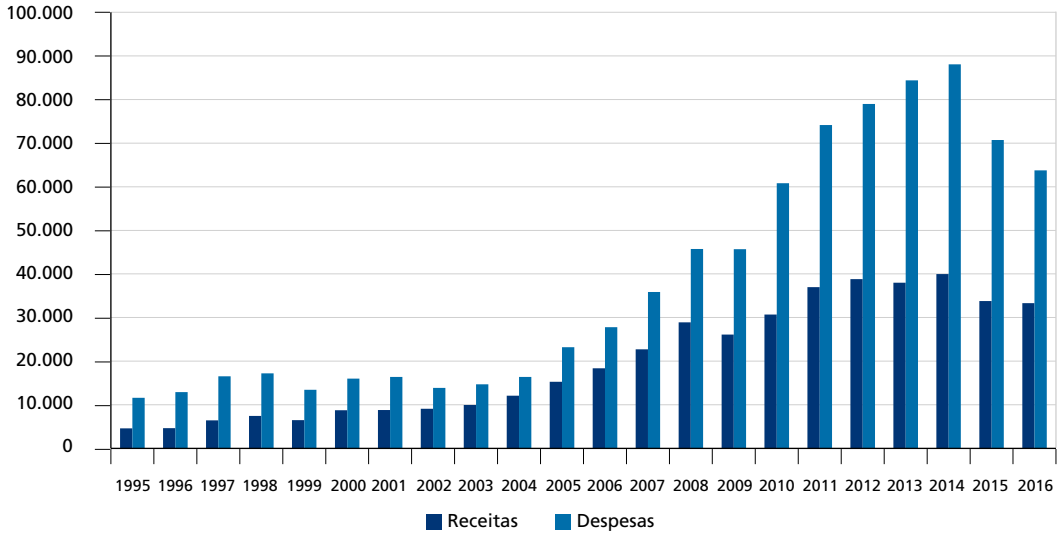
GRÁFICO 4
Índice de cotação internacional das *commodities* (2005=100)



Fonte: FMI; International Financial Statistics (IFS).
Elaboração do autor.

No que diz respeito aos fluxos de serviços, eles foram deficitários em todo o período 1995-2016, tendo se agravado gradualmente a partir de 2005, conforme pode ser observado no gráfico 5. As rubricas que apresentaram piores resultados, contribuindo para o aumento do *deficit*, foram: aluguel de equipamentos (principalmente plataformas de petróleo por parte da Petrobras), viagens e transportes (tabela 5). Dessa forma, a economia brasileira não tem conseguido gerar divisas líquidas a partir da prestação de serviços junto ao exterior. Pelo contrário, os serviços têm sido fonte de despesas.

GRÁFICO 5
Fluxos de serviços registrados no balanço de pagamentos brasileiro
(Em US$ milhões)



Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

Além dos serviços, o balanço em rendas primárias também se mostrou deficitário entre 2000 e 2016, sendo fonte de obrigações em moeda estrangeira. Conforme a tabela 6, os maiores *deficit* dizem respeito aos resultados dos fluxos de lucros, dividendos e juros com o exterior, o que é consequência do fato de a economia brasileira ser recebedora líquida de investimentos, com destaque para os diretos, que geram obrigações na forma dessas remunerações ao capital estrangeiro.

TABELA 5
Resultados das rubricas de serviços nas transações correntes brasileiras
(Em US$ milhões)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Serviços de manufatura sobre insumos físicos pertencentes a outros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	14	-2	1
Serviços de manutenção e reparo	8	68	138	-13	-13	1	15	3	2	4	2	5	2	4	13	6	-9	-11	-27	160	256	186
Transportes	-2.996	-2.771	-3.276	-3.268	-3.053	-2.868	-2.978	-1.961	-1.586	-1.986	-1.953	-3.123	-4.378	-4.996	-3.924	-6.138	-7.962	-8.398	-9.376	-8.697	-5.664	-3.731
Viagens	-2.420	-3.598	-4.377	-4.146	-1.457	-2.084	-1.468	-398	218	351	-858	-1.448	-3.258	-5.177	-5.594	-10.704	-14.707	-15.661	-18.554	-18.724	-11.513	-8.473
Construção	6	1	10	52	16	227	17	12	10	1	8	18	12	14	11	0	0	0	0	267	46	143
Seguros	-122	-63	74	81	-128	-4	-275	-420	-436	-544	-568	-430	-766	-837	-1.442	-1.113	-1.212	-994	-1.076	-783	-333	-554
Serviços financeiros	-152	-215	-885	-527	-269	-294	-307	-232	-383	-77	-230	-110	283	93	-42	208	843	774	1.308	184	-282	-149
Serviços de propriedade intelectual	-497	-753	-848	-1.329	-1.150	-1.289	-1.132	-1.129	-1.120	-792	-1.303	-1.513	-1.940	-2.232	-2.078	-3.036	-3.447	-3.922	-4.199	-5.548	-4.669	-4.490
Telecomunicação, computação e informações	-282	-437	-606	-717	-1.018	-1.140	-1.082	-1.108	-958	-1.062	-1.502	-1.811	-1.945	-2.442	-2.422	-3.164	-3.714	-4.025	-4.501	-2.224	-1.768	-1.445
Aluguel de equipamentos	-769	-656	-1.048	-634	-599	-1.311	-1.867	-1.672	-2.312	-2.166	-4.130	-4.887	-5.771	-7.808	-9.393	-13.718	-16.682	-18.736	-19.056	-22.629	-21.532	-19.506
Outros serviços de negócio, inclusive arquitetura e engenharia	748	715	1.254	1.402	1.541	2.401	2.452	2.590	2.279	2.503	3.801	4.790	6.370	8.420	7.591	6.969	8.731	9.473	8.326	12.651	10.247	9.422
Serviços culturais, pessoais e recreativos	-202	-266	-206	-292	-335	-300	-307	-251	-283	-362	-396	-452	-578	-783	-878	2.022	2.384	2.741	2.443	-1.541	-659	-288
Serviços governamentais	-339	-303	-350	-385	-498	-549	-652	-252	-151	-192	-755	-450	-1.134	-1.116	-1.416	-1.488	-1.390	-1.410	-1.661	-1.238	-1.045	-1.564

Fonte: BCB.

TABELA 6
Saldo das principais rendas primárias
(Em US$ milhões)

	Remuneração de empregados	Lucros e dividendos	Juros	Renda de reservas
1995	-160	-2.951	-9.795	2.159
1996	-60	-2.830	-11.656	3.172
1997	50	-5.443	-12.707	3.524
1998	103	-6.855	-14.481	3.393
1999	142	-4.115	-16.128	1.620
2000	79	-3.316	-15.985	1.741
2001	95	-4.961	-16.382	1.941
2002	102	-5.162	-14.267	1.609
2003	109	-5.640	-14.135	1.532
2004	181	-7.338	-14.084	1.134
2005	214	-12.686	-14.324	1.243
2006	177	-16.369	-13.620	2.827
2007	448	-22.435	-13.355	6.340
2008	545	-33.875	-15.670	7.195
2009	603	-25.218	-15.123	4.755
2010	498	-55.560	-16.063	4.070
2011	567	-56.593	-20.790	6.342
2012	511	-38.189	-20.981	4.351
2013	511	-13.726	-22.721	3.397
2014	357	-31.187	-24.330	2.990
2015	349	-20.814	-25.018	2.573
2016	290	-19.433	-24.933	2.996

Fonte: BCB.

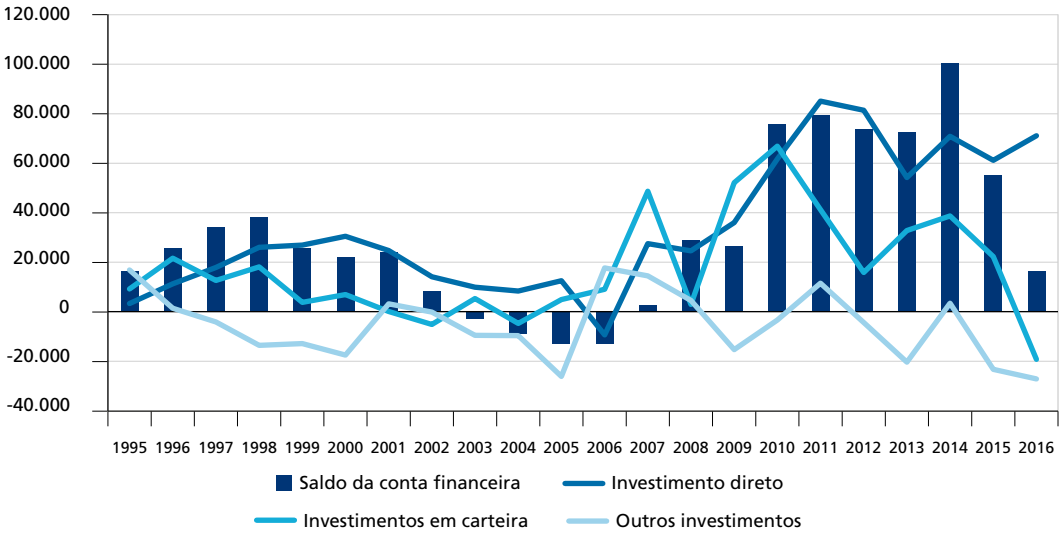
4 A VOLATILIDADE DOS FLUXOS DE CAPITAL

Uma vez analisada a capacidade de geração de receitas correntes em moeda estrangeira, é preciso verificar o comportamento dos fluxos de capital em relação à economia doméstica, já que esses fluxos resultam em estoques de obrigações externas e possibilitam, no curto prazo, o refinanciamento dos compromissos em moeda estrangeira em vencimento.

Os fluxos financeiros líquidos em direção ao Brasil apresentaram considerável volatilidade, entre 1995 e 2016, havendo períodos de expansão alternados por períodos de contração, conforme o estado de expectativas dos agentes internacionais. Como pode ser observado no gráfico 6, o saldo financeiro total apresentou crescimento nos períodos

1995-1998 e 2007-2014. Já os anos de redução foram 1999-2006 e 2015-2016. Ressalta-se que, a partir de 1997, com a ampliação do processo de privatização das empresas estatais e, posteriormente, com a elevação do preço das *commodities*, os investimentos diretos ganharam importância nos influxos líquidos de capital. Porém, o resultado da conta financeira continuou sendo influenciado, mesmo que em menor grau, pelas dinâmicas subjacentes aos investimentos em carteira e aos outros investimentos (composto predominantemente por empréstimos, créditos comerciais e depósitos), que apresentam caráter volátil.[14]

GRÁFICO 6
Saldos líquidos dos principais componentes da conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro
(Em US$ milhões)



Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

14. É importante destacar que a elevação dos empréstimos intercompanhia destinados para a arbitragem entre os juros externos e os juros domésticos, ou entre os preços dos ativos externos e domésticos, tem respondido por parcela relevante do aumento dos IEDs. Outra parte considerável tem sido proveniente dos processos de fusão e aquisição, não resultando em investimento produtivo de fato, ou seja, não tem gerado aumento da capacidade instalada (Didier, Moretti e Schmukler, 2015). Ademais, mesmo sendo normalmente associados a um prazo mais longo que os investimentos de portfólio e outros investimentos, que englobam créditos bancários, os IEDs também possuem um potencial de volatilidade, seja por resultarem em dividendos, que podem ser repatriados dependendo da expectativa do investidor, seja por serem facilmente desfeitos e se transformarem em moeda estrangeira ou outro ativo de alta liquidez, uma vez que são associados, de forma predominante, a fusões e aquisições (Kregel, 2004) e à compra de ativos de portfólio, e não à expansão da capacidade instalada.

É possível relacionar a evolução da oferta de financiamento externo para a economia brasileira ao estado de expectativas[15] prevalecente no cenário internacional, entre outros fatores. Quanto maior o otimismo dos agentes e o grau de confiança em suas expectativas, maior será a disposição em se tornar temporariamente menos líquidos e assumir posições de maior risco. Por sua vez, a menor aversão ao risco tende a favorecer os fluxos de capital em direção às economias emergentes e em desenvolvimento, entre as quais, o Brasil.

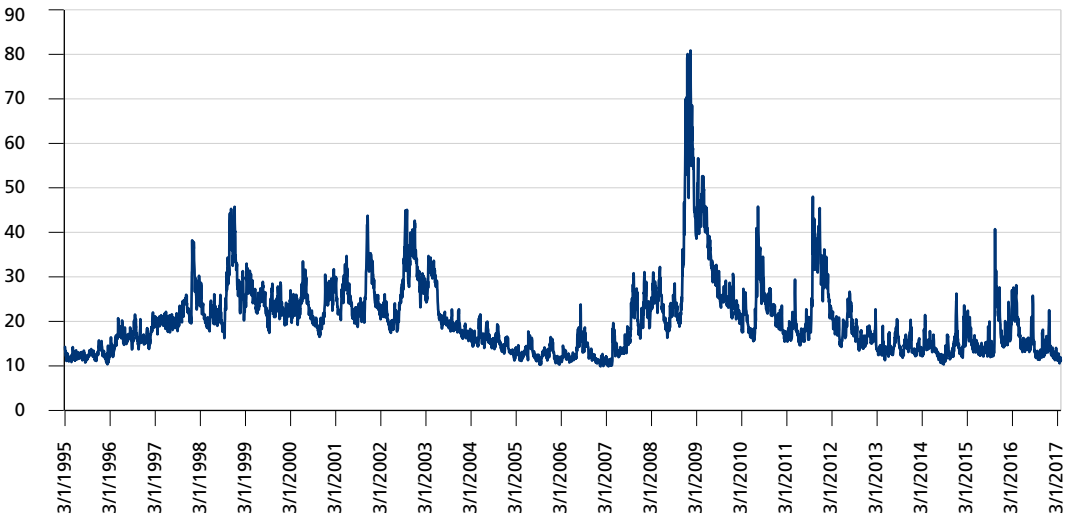
Um dos indicadores que podem ser utilizados como *proxy* para a percepção de incerteza dos agentes atuantes nos mercados financeiros globais diz respeito ao índice VIX (Volatility Index), que busca medir a volatilidade implícita nos ativos (opções) que compõem o índice S&P 500 (Biancarelli, 2009; Ramos, 2015). Mais precisamente, o índice mantém relação direta com a percepção de incerteza, ou seja, sua elevação indica uma provável deterioração do estado de expectativa internacional.

Com base no gráfico 7, é possível verificar cinco principais tendências para o índice VIX: *i)* ampliação entre 1997 e início de 2003, influenciada pelas crises de balanço de pagamentos em várias economias emergentes (México, Rússia, países do Leste Asiático, Brasil e Argentina) e pela explosão da "bolha pontocom", em 2000; *ii)* redução entre 2003 e 2007, mediante a expansão do mercado imobiliário e a proliferação de hipotecas de diferentes riscos nos Estados Unidos, coincidentes com a aceleração do crescimento econômico chinês; *iii)* elevação, entre 2008 e 2011, devido à crise sistêmica deflagrada pela falência do banco de investimentos Lehman Brothers em 2008 e, posteriormente, agravada pela crise da Zona do Euro, em 2010; *iv)* manutenção, entre 2012 e 2014, de patamar inferior ao do período 2008-2011 e superior ao dos anos 2003-2007, mediante a adoção de políticas econômicas anticíclicas em diversos países, que passaram a fixar taxas de juros próximas a zero; e *v)* picos de elevação em 2015 e 2016, diante da perspectiva de aumento da taxa de juros básica dos Estados Unidos e de desaceleração do crescimento econômico chinês.

É possível observar os reflexos da percepção de incerteza sobre os fluxos líquidos de capital para as economias emergentes, por meio do gráfico 8. Os períodos de aumento da aversão ao risco correspondem aos momentos de redução dos fluxos financeiros para essas economias. A relação inversa também pode ser verificada.

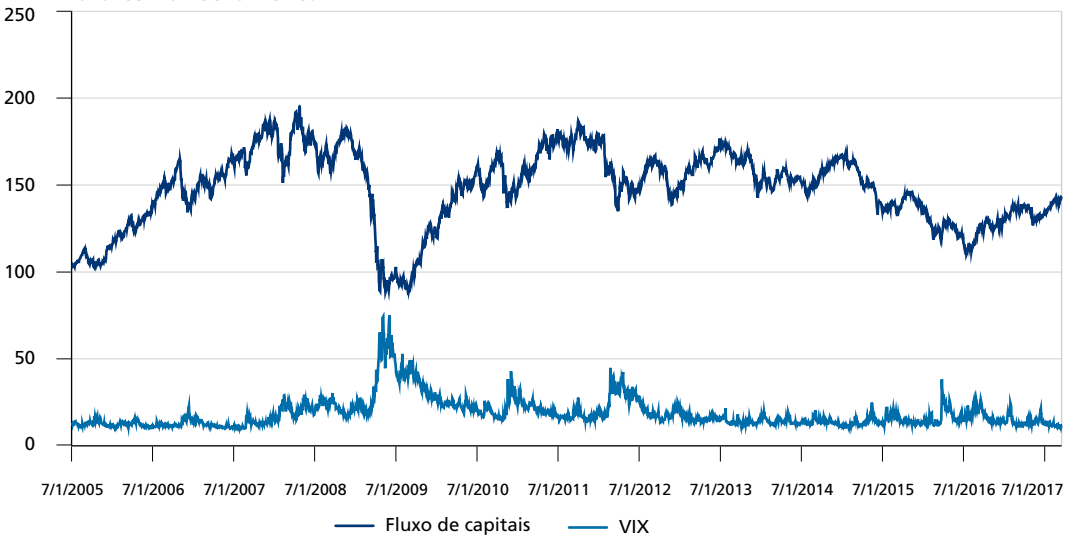
15. Uma discussão mais aprofundada sobre os determinantes do estado de expectativas dos agentes econômicos e a sua influência na decisão de composição de portfólio pode ser obtida em Keynes (1936; 1937), Dequech (2000) e Santiago (2016).

GRÁFICO 7
Índice VIX – valores no fechamento



Fonte: Chicago Board Options Exchange.
Elaboração do autor.

GRÁFICO 8
Índice do fluxo de capital para as economias emergentes (7/1/2005 = 100) e índice VIX – valores no fechamento



Fonte: Bloomberg e Chicago Board Options Exchange.
Elaboração do autor.

Cumpre destacar também que os fluxos de capital líquidos para o Brasil tendem a se comportar de forma similar ao observado para as economias emergentes, uma vez que ambos são influenciados pelo estado de expectativas do investidor internacional. Ao se contraporem

os índices VIX com os influxos líquidos de capital para o Brasil, observa-se que, na maioria dos anos, há uma correlação negativa entre a percepção de incerteza por parte dos agentes internacionais e o crescimento do saldo da conta financeira. Nos períodos de deterioração do estado de expectativas, a entrada líquida de investimento estrangeiro tende a apresentar menor crescimento ou mesmo redução, como pode ser observado nos períodos 1998-2003, 2008-2009 e 2015-2016. A exceção dessa dinâmica ocorre em 2004-2006 e em 2010-2011.

No período compreendido entre 2004 e 2006, em um contexto de melhoria do estado de expectativas internacionais, o aumento na entrada bruta de capital financeiro na economia brasileira ocorreu de forma gradual e concomitante ao pagamento do passivo acumulado junto ao FMI. Além disso, em 2006, os investimentos diretos do Brasil no exterior superaram os IEDs no país, com destaque para a compra da mineradora canadense Inco, pela Vale, no valor de US$ 19 bilhões.

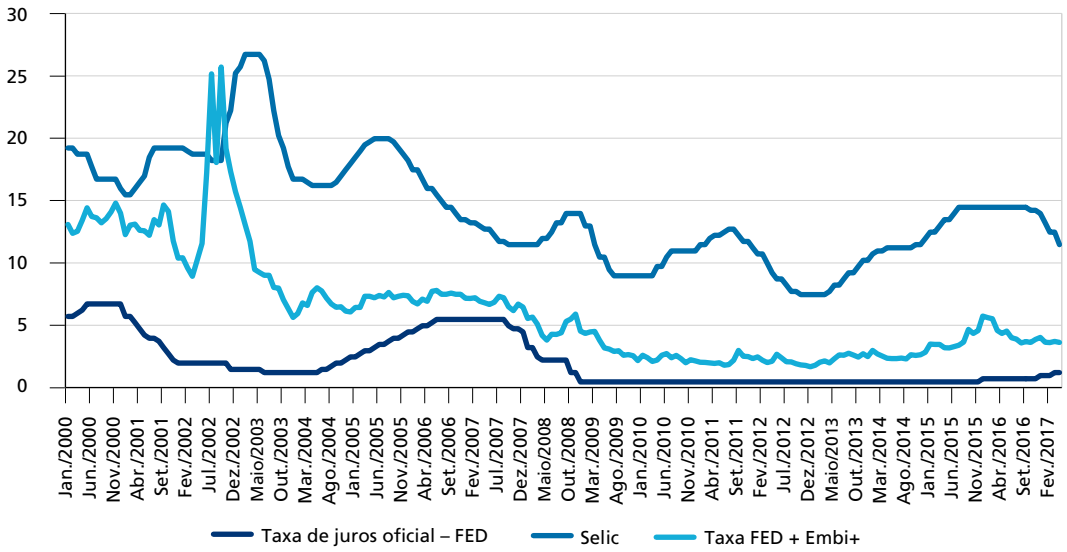
Em 2010-2011, mesmo com a piora das expectativas internacionais, o elevado diferencial entre a taxa básica de juros do Brasil e a prevalecente nos Estados Unidos (gráfico 9) acrescida do índice Embi+ (Emerging Markets Bond Index Plus)[16] tornou a economia brasileira atrativa para os investidores estrangeiros, que passaram a auferir ganhos de capital a partir de operações de *carry trade*. Além disso, a continuidade dos preços elevados de *commodities* e do dinamismo do mercado consumidor brasileiro, beneficiado pela realização de políticas anticíclicas, traduziu-se em incentivos adicionais para o investimento financeiro no Brasil, apesar do aumento da percepção de incerteza global.

É importante ressaltar que, mesmo nos períodos em que se observa correlação negativa entre o crescimento do influxo líquido de capitais e a percepção de incerteza mundial, há outros fatores, além do estado de expectativas internacionais, que influenciaram, positiva ou negativamente, os fluxos financeiros para a economia brasileira. Em primeiro lugar, conforme já destacado, ressalta-se a manutenção de elevado patamar da taxa básica de juros em comparação com o resto do mundo, definida no âmbito do regime de metas de inflação, adotado a partir de 1999.[17] Em segundo,

16. Como será detalhado mais adiante, o índice Embi+ consiste em uma medida de risco-país auferida a partir da diferença entre a taxa de retorno dos títulos de países emergentes e a auferida por títulos emitidos pelo Tesouro americano. A soma entre ele e a taxa de juros norte-americana fornece uma medida mais precisa do custo de oportunidade do investimento em títulos emergentes.
17. Em 2017, intensificou-se o debate a respeito das causas da elevada taxa de juros básica da economia brasileira, a partir da publicação de artigos em jornais de grande circulação nacional. Os principais pontos de vista sobre o assunto podem ser encontrados em Resende (2017a; 2017b), Belluzzo e Galípolo (2017), Lisboa e Pessoa (2017), Loyo (2017), Coutinho (2017) e Nakano (2017).

destaca-se o aumento dos preços internacionais das *commodities* entre 2003 e 2011, que resultaram em melhores perspectivas de obtenção de ganhos de capital. Em terceiro lugar, a eliminação gradativa de restrições qualitativas às transações cambiais por parte do BCB, entre 1990 e 2008. Em quarto, a adoção de técnicas de controles quantitativos sobre os fluxos de capital, na forma do IOF. Em quinto lugar, a implementação de recolhimentos compulsórios sobre posições vendidas em moeda estrangeira, entre 2009 e 2016.

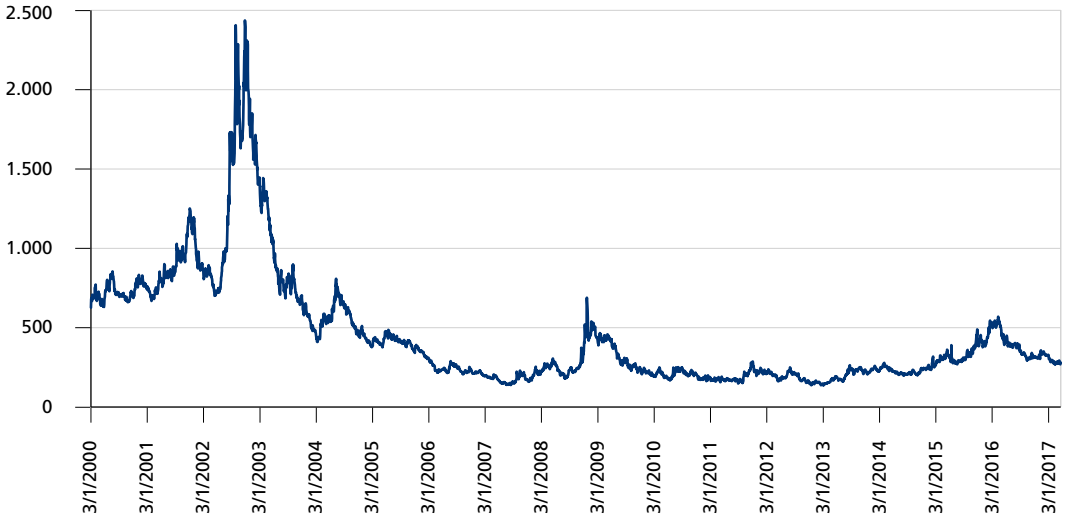
GRÁFICO 9
Meta Selic (definida pelo Copom/BCB), taxa de juros norte-americana (definida pelo FED) e Embi+ Brasil, ao final de cada mês
(Em % ao ano)



Fontes: BCB e Federal Reserve System (FED).
Obs.: Copom – Comitê de Política Monetária.

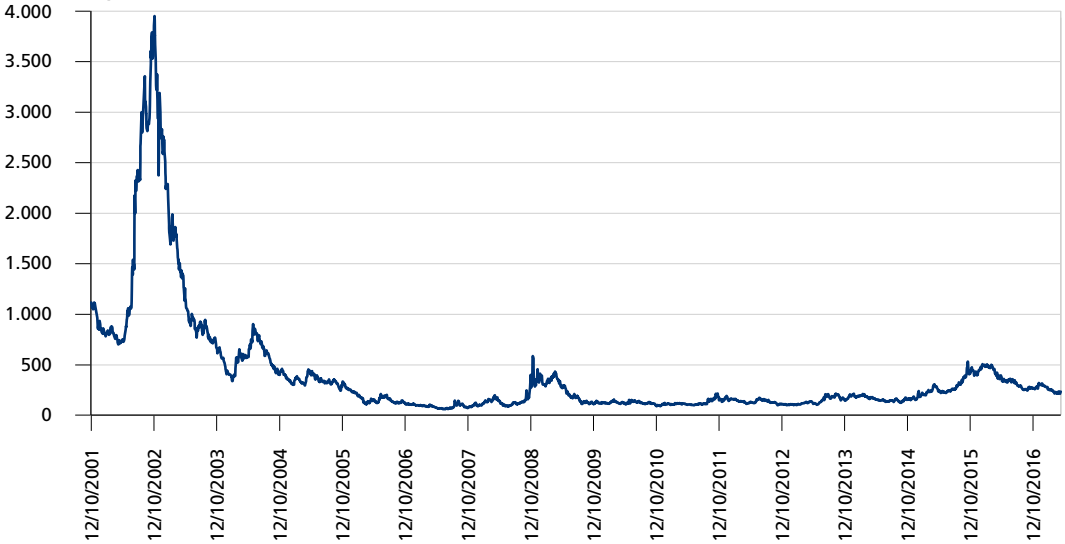
As variações da percepção de incerteza em relação especificamente ao Brasil podem ser observadas por meio do gráfico 10, que mostra o comportamento do índice Embi+. Esse índice capta o retorno ponderado de um conjunto de ativos emitidos pelo país. Sua elevação reflete um aumento da preferência pela liquidez, ou seja, uma elevação no prêmio exigido para se abrir mão da flexibilidade e segurança possuída pelo dólar e pelos títulos de curto prazo do Tesouro norte-americano. O gráfico 11 também fornece uma *proxy* para essa mesma variável, utilizando o Credit Default Swap (CDS) para o Brasil, ou seja, o prêmio pago para a contratação de seguro contra o *default* soberano. Quanto maior o CDS, maior a incerteza em relação à solvência futura do país.

GRÁFICO 10
Índice Embi+, Brasil



Fonte: JP Morgan.
Elaboração do autor.

GRÁFICO 11
CDS, Brasil



Fonte: Bloomberg.
Elaboração do autor.

A partir da observação da trajetória Embi+ e do CDS, é possível visualizar a oscilação da percepção de incerteza dos agentes internacionais em relação à economia

doméstica. Verificam-se, particularmente, abalos no estado de expectativas entre 2000 e 2003, entre 2008 e 2009 e entre 2014 e 2016, que tenderam a reduzir o influxo de capital estrangeiro para o Brasil, resultando em pressões para a desvalorização cambial. Nesses mesmos períodos, houve aumento da percepção geral de incerteza dos investidores internacionais, segundo o índice VIX.

Ao se compararem as elevações no Embi+ e no CDS em 2000-2003 com as observadas nos períodos 2008-2009 e 2014-2016, verifica-se que as primeiras foram significativamente maiores. Essa diferença no comportamento das expectativas internacionais em relação à economia brasileira ante a eventos adversos pode ser atribuída à estratégia de acúmulo de estoque de reservas cambiais. Até 2003, ele era inferior a US$ 53 bilhões, ao passo que, em 2008, situava-se em torno do patamar de US$ 200 bilhões. Assim, o estoque de reservas tem impedido a deterioração das expectativas de magnitude similar ao observado no início da década de 2000, permitindo acomodar as pressões nos mercados cambiais e manter o acesso ao mercado externo, o qual tem sido favorecido também pelo elevado montante de liquidez internacional disponível e pela liberdade conferida ao investimento estrangeiro no país.

Outro indicador relevante a respeito das expectativas internacionais em relação à solvência da economia doméstica consiste nas avaliações de crédito soberano de longo prazo denominado em moeda estrangeira, realizadas pelas agências de *rating*, como a Moody's, a S&P e a Fitch. Cumpre destacar que essas avaliações apresentam caráter pró-cíclico, sendo favoráveis enquanto o desempenho macroeconômico está satisfatório, e desfavoráveis em situações contrárias. Além disso, como consistem em importantes balizadores para o investimento estrangeiro, elas tendem a reforçar a fase de prosperidade ou recessão do ciclo econômico.

No caso específico do Brasil, é possível observar, por meio da tabela 7, a melhoria das avaliações das agências de *rating* entre 2003 e 2013, alcançando a categoria de investimento em 2008.[18] A partir de 2014, houve piora desses indicadores. Em 2016, as avaliações foram semelhantes às verificadas em 2006, evidenciando deterioração no estado de expectativas internacionais em relação à economia doméstica.

18. No anexo é possível verificar a escala de classificação das agências de *rating*.

TABELA 7
Avaliação de crédito soberano de longo prazo denominado em moeda estrangeira, ao final de cada ano

Ano	Moody's	S&P	Fitch
1998	B2	BB-	B+
1999	B2	B+	B
2000	B1	B+	BB-
2001	B2	BB-	BB-
2002	B2	B+	B+
2003	B2	B+	B+
2004	B1	BB-	BB-
2005	Ba3	BB-	BB-
2006	Ba2	BB	BB
2007	Ba1	BB+	BB+
2008	Ba1	BBB-	BBB-
2009	Baa3	BBB-	BBB-
2010	Baa3	BBB-	BBB-
2011	Baa2	BBB	BBB
2012	Baa2	BBB	BBB
2013	Baa2	BBB	BBB
2014	Baa2	BBB-	BBB
2015	Baa3	BB+	BB+
2016	Ba2	BB	BB

Fonte: Moody's, S&P e Fitch.

No entanto, é importante observar que, desde 2006, o governo brasileiro tem sido credor junto ao exterior, possuindo estoque de reservas cambiais superior à sua dívida externa bruta. Essa situação não se modificou a partir de 2014. Mais especificamente, nesse ano, o estoque de reservas oficiais totalizava US$ 363 bilhões, enquanto a dívida externa do setor público era de US$ 75 bilhões, de acordo com o BCB. Em 2015 e 2016, a situação era semelhante. Nesse sentido, não se verifica aumento do risco soberano brasileiro que justifique o rebaixamento das avaliações atribuídas pelas agências de *rating*.

De forma geral, os aumentos (reduções) de influxo de capital, influenciados pela diminuição (elevação) na percepção de incerteza nos mercados financeiros, traduziram-se em tendências de valorizações (desvalorizações) cambiais.[19] Essa dinâmica,

19. Nesse sentido, é importante observar que, mesmo após o abandono da âncora cambial, foram realizadas intervenções nos mercados cambiais pela autoridade monetária, com o intuito de amenizar as variações cambiais, o que caracteriza um regime de flutuação suja.

por sua vez, permite argumentar que a demanda pelo real tem caráter especulativo. Ela tende a ser elevada nos períodos de redução da preferência pela liquidez mundial e de melhoria das expectativas globais quanto à obtenção de ganhos de capital a partir de operações envolvendo compra e posterior venda da moeda nacional. Já, nos períodos de deterioração dessas expectativas e de elevação da preferência pela liquidez internacional, que passa a ser atendida em maior grau, ou até exclusivamente, por ativos denominados em dólar ou em outras moedas de elevada liquidez, a demanda pelo real tende a sofrer redução (De Conti, Prates e Plihon, 2014; Carneiro, 2008).

Dessa forma, é possível verificar que o estado de expectativas internacionais exerce impacto sobre o Brasil, a partir do seu efeito sobre os fluxos de capital. Nas fases de melhoria da confiança, há um crescimento do *superavit* das rubricas da conta financeira do balanço de pagamentos e uma pressão para a valorização do real, uma vez que há aumento na demanda por esta moeda e pelos ativos nela denominados, de caráter predominantemente especulativo. A valorização cambial, por sua vez, tende a elevar os *deficit* em transações correntes,[20] que podem se tornar maior que o *superavit* financeiro, com o passar do tempo e, assim, comprometer a capacidade de obtenção de divisas para o pagamento do passivo externo (Ffrench-Davis, 2014; Ffrench-Davis e Ocampo, 2001).

Na fase de deterioração da confiança dos agentes internacionais, o aumento da preferência pela liquidez leva a um aumento na demanda por moedas e ativos mais líquidos, ou seja, por moedas que consigam desempenhar de forma mais ampla as funções clássicas de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor e pelos ativos nela denominados. Nesse sentido, tende a haver fuga de capital do país, refletida em *deficit* nos componentes da conta financeira do balanço de pagamentos, o que leva a uma pressão para a desvalorização cambial. Esta, por sua vez, eleva o valor em real dos compromissos externos, afetando a solvência das empresas endividadas em moeda estrangeira. Além disso, pode resultar em custos fiscais, caso haja esforço para a redução da volatilidade cambial, por meio de operações de *swaps*, como será discutido mais adiante.

20. Conforme já observado anteriormente, essa tendência não se observa entre 2003 e 2012, devido à concentração da pauta de exportação brasileira em *commodities* e à elevação dos preços desses bens no comércio internacional, contrabalançando o efeito do câmbio sobre o saldo exportador, que apresentou elevação.

5 POSIÇÃO DO INVESTIMENTO INTERNACIONAL

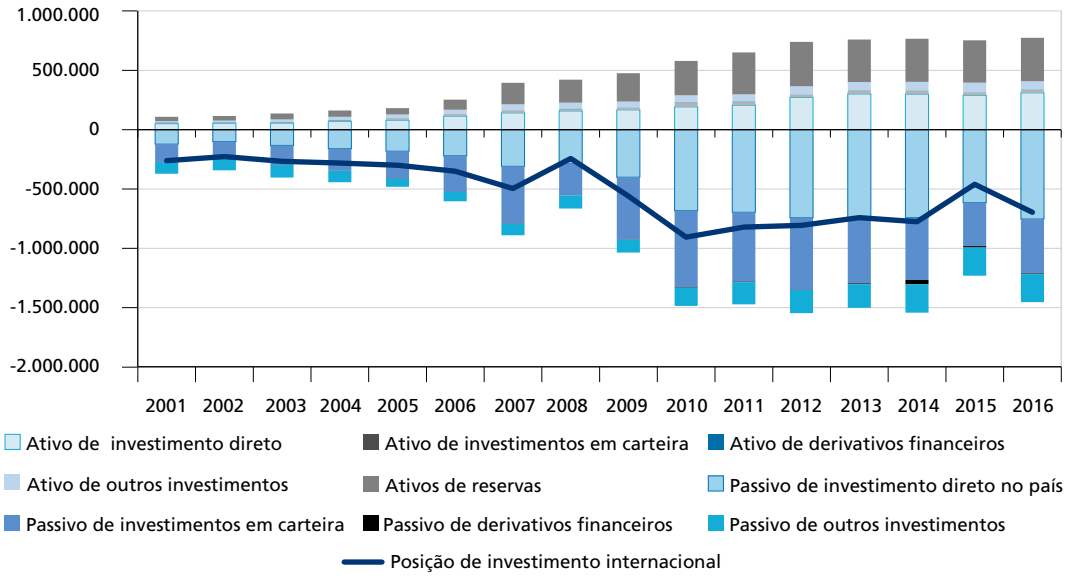
Os fluxos líquidos de capital resultam em posições em passivos externos, com pagamentos (amortização e juros) denominados em moeda estrangeira. A exceção seriam os investimentos estrangeiros de portfólio no mercado doméstico que, apesar de denominados em reais, podem resultar em demandas futuras por moeda estrangeira, pressionando a taxa de câmbio, a depender do estado de expectativas do investidor. Caso não haja capacidade de geração sustentável de divisas por meio de receitas correntes e nem posições suficientes em ativos externos (incluindo reservas cambiais), que podem ser liquidadas para obtenção dos recursos necessários para pagar os compromissos em vencimento, o estoque acumulado de passivo externo em conjunto com a instabilidade cambial pode resultar em vulnerabilidade.

As mudanças na institucionalidade do mercado cambial brasileiro ao longo das décadas de 1990 e 2000, que facilitaram tanto o investimento estrangeiro no mercado doméstico quanto o investimento de residentes no exterior, exerceram impacto sobre a posição de investimento internacional do Brasil, como pode ser verificado no gráfico 12. Observa-se um crescimento abrupto do passivo externo entre 2005 e 2010, impulsionado pelos investimentos em carteira e pelos investimentos diretos, que apresentaram elevação de 178,8% e 276,3%, respectivamente. Entre 2010 e 2016, não houve variação significativa do estoque de passivo externo, com exceção da breve redução dos compromissos oriundos dos investimentos de portfólio, principalmente, e dos investimentos diretos, em 2015.

Por sua vez, a evolução do ativo externo, entre 2001 e 2016, pode ser atribuída primordialmente ao acúmulo de estoque de reservas, que aumentou significativamente entre 2005 e 2012, passando de US$ 53,8 bilhões para US$ 373,1 bilhões. É importante destacar também a elevação do estoque de ativos provenientes de investimentos diretos brasileiros no exterior, cujo montante aumentou de US$ 79,3 bilhões, em 2005, para US$ 270,9 bilhões. Já a partir de 2012, a variação do ativo externo brasileiro foi pouco significativa.

Ainda que o ativo externo tenha apresentado crescimento no período em análise, ele foi inferior ao do passivo externo. Entre 2005 e 2010, o descompasso entre a evolução dos estoques de passivos e de ativos resultou em aumento de 202,8% do passivo externo líquido. Já entre 2010 e 2016, houve uma suave retração (23,2%) deste indicador. No entanto, é importante destacar que o montante equivalente ao ano de 2016 foi superior ao relativo a 2009.

GRÁFICO 12
Posição de investimento internacional brasileiro
(Em US$ milhões)



Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

Por meio da tabela 8, é possível verificar que os empréstimos e os títulos de longo prazo respondem pela maior parte do estoque da dívida externa[21] acumulado pelo país a partir de 2001,[22] somando mais de 50% do total até 2015. No entanto, cumpre destacar que, entre 2009 e 2016, seu peso apresentou redução devido ao aumento da importância dos empréstimos intercompanhia, destinados para a arbitragem entre os juros externos e os domésticos ou entre os preços dos ativos externos e domésticos.

A elevada participação dos empréstimos e títulos de longo prazo na dívida externa brasileira mostra que parcela significativa do capital externo tende a suprir a fragilidade do sistema financeiro doméstico, caracterizado pela limitada oferta de crédito privado de longo prazo, normalmente com juros elevados, e pela reduzida profundidade dos mercados de capitais.

21. Os investimentos de portfólio no mercado local não estão abrangidos no conceito de dívida externa bruta utilizado neste trabalho. Eles estão contidos no conceito mais amplo de passivo externo bruto.
22. Os dados estão disponibilizados somente a partir de 2001.

TABELA 8
Dívida externa bruta brasileira por instrumento
(Em US$ milhões)

	2001	2005	2006	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Curto prazo	27.657,96	18.887,65	20.405,88	36.623,31	31.119,69	57.413,46	40.209,66	32.661,28	32.736,34	57.783,23	51.140,22	56.327,42
Títulos de dívida	1.199,73	877,67	1.751,55	3.467,87	3.371,70	8.393,34	468,90	-	-	454,20	752,84	713,49
Empréstimos	22.148,08	16.533,55	17.252,71	31.322,55	26.872,30	48.432,27	38.985,76	31.786,91	31.876,48	56.433,09	49.868,65	54.987,07
Moeda e depósitos	89,03	618,76	760,47	570,32	711,68	450,14	636,04	874,37	859,86	895,95	518,73	626,86
Crédito comercial	991,65	202,75	122,70	464,00	164,01	137,71	118,96	-	-	-	-	-
Outros passivos de dívida	3.229,47	654,93	518,45	798,57	-	-	-	-	-	-	-	-
Longo prazo	182.275,97	150.673,91	152.266,26	161.895,86	162.710,18	195.050,32	265.005,43	290.570,36	275.467,09	290.855,18	279.604,24	261.088,86
Títulos de dívida	111.725,43	100.886,11	92.813,93	85.134,21	86.973,81	95.750,57	123.197,83	131.945,34	114.370,60	113.968,41	97.001,54	96.423,23
Empréstimos	62.016,84	39.046,96	49.532,97	53.489,16	73.799,52	97.389,68	140.000,63	156.760,07	159.424,67	175.374,77	181.195,46	163.383,45
Moeda e depósitos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Crédito comercial	5.191,00	4.494,78	4.678,20	16.148,32	1.936,86	1.910,07	1.806,96	1.864,95	1.671,82	1.512,00	1.407,24	1.282,18
Outros passivos de dívida	3.342,70	6.246,05	5.241,16	7.124,17	-	-	-	-	-	-	-	-
Investimento direto: operações intercompanhia	16.133,34	18.537,07	26.783,30	64.569,76	79.371,58	95.137,05	105.912,95	127.705,15	174.145,74	207.756,00	205.710,66	222.344,11
Dívida externa bruta	226.067,26	188.098,64	199.455,44	263.088,93	273.201,45	347.600,84	411.128,04	450.936,78	482.349,17	556.394,42	536.455,11	539.760,38

Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

Tendo em vista que os investidores internacionais atuam simultaneamente em diversos países, uma crise de liquidez ocorrida em uma economia estrangeira, que resulte em risco de insolvência por parte dos devedores, gera uma deterioração em seu estado de expectativas, reduzindo sua disposição em conceder empréstimos ou comprar títulos brasileiros no mercado externo. Além disso, uma simples reavaliação da classificação feita pelas agências de *rating*, devido a mudanças políticas ou a um histórico de variações nas taxas de câmbio e de juros, tende a tornar a oferta de financiamento externo mais restritiva.

Isso resulta em uma maior exposição da economia brasileira às mudanças no estado de expectativas dos investidores internacionais, que se refletem em oscilações tanto na taxa de juros associada à dívida quanto no prazo de amortização do principal. Além disso, o aumento da aversão externa ao risco e a deterioração das expectativas domésticas desencadeiam saída de capital, pressionando a taxa de câmbio. Tanto a elevação da taxa de juros pelos investidores internacionais quanto a variação cambial decorrente do aumento da demanda por moeda estrangeira elevam as despesas referentes ao pagamento da dívida externa.[23]

Ademais, ressalta-se que parte considerável da dívida externa, pública e privada, do país está denominada em moeda estrangeira, conforme pode ser verificado na tabela 9. Ao se analisarem os dados referentes à composição da dívida externa agregada, no terceiro trimestre de 2015, verifica-se que mais de 90% estão denominados em dólar, o que reforça a ideia de que esta moeda ocupa a posição de superioridade na hierarquia internacional (De Conti, Prates e Plihon, 2014; Carneiro, 2008). Além disso, cumpre destacar também que o real não tem exercido a função de unidade de conta da dívida emitida no mercado externo, o que é consequência da sua inconversibilidade no cenário internacional. Dessa forma, o Brasil necessita de divisas estrangeiras, principalmente de dólares, para possibilitar o pagamento dos compromissos externos.

23. É importante observar que, em 1999, diante da crise cambial com que se defrontou a economia brasileira, recorreu-se a empréstimos de recursos junto ao FMI, devido à insuficiência de reservas cambiais e à dificuldade de obtenção de recursos em moeda estrangeira a partir de financiamento junto aos demais agentes atuantes em âmbito internacional.

TABELA 9
Dívida externa bruta brasileira por moeda no quarto trimestre de 2016
(Em %)

Dólar	Real	Euro	Iene	Direitos especiais de saque	Franco suíço	Libra esterlina	Outras moedas
91,66	2,81	3,24	0,98	1,22	0,01	0,01	0,06

Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

6 A NATUREZA DA VULNERABILIDADE EXTERNA BRASILEIRA NO REGIME DE CÂMBIO DE FLUTUAÇÃO SUJA

Antes de examinar a disponibilidade de recursos em montante suficiente para fazer face às obrigações externas em vencimento, cumpre destacar o aumento da participação dos investidores estrangeiros nos mercados financeiros locais, por meio da compra de títulos e ações negociados localmente, denominados na moeda doméstica, o que consiste em outra importante fonte de vulnerabilidade, além dos *deficit* em transações correntes e das dívidas de curto, médio e longo prazos em vencimento. Diante de uma eventual deterioração no estado de expectativas, os investidores buscam vender seus ativos e transformar os recursos auferidos em moeda estrangeira de maior liquidez. Dessa forma, há um potencial impacto no mercado de câmbio, com pressão para a desvalorização da moeda doméstica, o que tende a elevar o valor dos compromissos externos em moeda local. Porém, isso reduz o valor dos ativos em termos de moeda estrangeira, acarretando perdas para o investidor não residente.

É possível mensurar a liquidez ou vulnerabilidade externa de um determinado país, ou seja, a disponibilidade de recursos necessários para fazer face aos compromissos externos, a partir de três principais indicadores: *i)* um mais tradicional, construído a partir da razão entre o passivo externo de curto prazo (dívida externa de curto prazo e investimentos de portfólio no mercado doméstico) e as reservas; *ii)* o indicador elaborado pela agência S&P, que considera a soma entre a dívida externa de curto prazo, as parcelas do principal das dívidas de médio e longo prazo em vencimento nos próximos doze meses e o *deficit* em transações correntes (se for *superavit*, significa maior disponibilidade de recursos para fazer face aos compromissos externos), dividida pelo estoque de reservas internacionais; e *iii)* o indicador amplo de liquidez externa, que soma os títulos e ações negociados no mercado doméstico, em posse de não residentes, aos compromissos externos considerados pelo indicador da S&P. Como este último indicador é o que

considera de forma mais completa as fontes de pressão sobre o mercado cambial, ele é o mais apropriado para a avaliação da vulnerabilidade externa do país.

Ao se observarem esses indicadores para o Brasil, na tabela 10, verifica-se que, apesar de o país possuir uma baixa razão entre passivo externo de curto prazo e reservas internacionais, em quase todos os anos da série histórica disponibilizada, e valores baixos para o indicador S&P, o indicador amplo de liquidez externa está elevado, situando-se acima de 100% em 2014 e 2015. Dessa forma, este indicador mostra que o país não possuiu, nestes anos, reservas suficientes para fazer face simultaneamente aos pagamentos da dívida externa de curto, médio e longo prazo em vencimento, aos *deficit* em conta-corrente e às pressões resultantes de uma situação extrema em que os investidores internacionais desejam converter todo o investimento em portfólio no mercado doméstico em moeda estrangeira.[24] Nesse cenário de deterioração aguda do estado de expectativas, a economia brasileira necessitaria recorrer a financiamentos externos adicionais para honrar seus compromissos, estando sujeitos a oscilações das taxas de juros e de câmbio e dos prazos de pagamento do principal da dívida contraída.

Verifica-se, então, que o passivo externo líquido acumulado ao longo da década de 2000, possibilitado pela redução da preferência pela liquidez em âmbito global, entre 2003 e 2007, pelo aumento do preço das *commodities*, pela melhoria do desempenho macroeconômico e pela política monetária expansionista adotada pelos países centrais após 2008, resultou em vulnerabilidade da economia brasileira a variações no estado de expectativas internacionais, que se refletem em pressões sobre a taxa de câmbio e sobre os juros incidentes sobre a oferta de financiamentos adicionais, bem como seus prazos. É importante destacar também que as medidas de liberalização da conta financeira do balanço de pagamentos favoreceram o crescimento substancial do estoque de passivo externo, com o potencial de ampliar a vulnerabilidade a variações no estado de expectativas do investidor internacional e a mudanças na política monetária dos países centrais.

24. Como será visto mais adiante, é pouco provável que esse cenário se torne efetivo e leve a um esgotamento de reservas, uma vez que um movimento de liquidação simultânea dos investimentos de portfólio no mercado doméstico acarreta perdas para os proprietários de títulos, devido à desvalorização cambial e à redução dos preços dos ativos em moeda doméstica desencadeadas por esse processo.

TABELA 10
Indicadores de liquidez externa da economia brasileira
(Em US$ milhões)

	2001	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Investimento em carteira no mercado local (A)	1.746	4.596	21.050	26.484	55.896	100.733	100.470	115.457	134.643	152.078	124.645	128.006
Dívida externa de curto prazo (B)	27.658	18.888	39.028	36.623	31.120	57.413	40.210	32.661	32.736	57.783	51.140	56.327
Passivo externo de curto prazo (A + B)	29.404	23.483	60.078	63.107	87.015	158.147	140.679	148.118	167.380	209.861	175.785	184.333
Amortização da dívida de médio e longo prazo em doze meses (C)	26.144	47.545	77.299	80.033	74.877	92.554	89.412	92.489	103.608	155.044	147.401	149.467
Saldo em transações correntes (D)	-23.721	13.547	408	-30.640	-26.261	-75.824	-77.032	-74.218	-74.839	-104.181	-59.434	-23.530
Reservas internacionais	35.866	53.799	180.334	193.783	238.520	288.575	352.012	373.147	358.808	363.551	356.464	365.016
Necessidade bruta de financiamento externo (B + C - D)	77.523	52.885	115.919	147.297	132.258	225.792	206.654	199.368	211.184	317.008	257.975	229.324
Necessidade bruta de financiamento externo (B + C - D) + investimento em carteira no mercado local (A)	79.269	57.481	136.969	173.781	188.154	326.525	307.124	314.825	345.827	469.086	382.620	357.330
Passivo externo de curto prazo (A + B)/Reservas (%)	81,98	43,65	33,31	32,57	36,48	54,80	39,96	39,69	46,65	57,73	49,3	50,5
Indicador S&P (B + C - D)/Reservas (%)	216,14	98,30	64,28	76,01	55,45	78,24	58,71	53,43	58,86	87,20	72,4	62,8
Indicador amplo de liquidez externa (B + C - D + A)/Reservas (%)	221,01	106,84	75,95	89,68	78,88	113,15	87,25	84,37	96,38	129,03	107,3	97,9
Ativo externo/PIB (%)	19,46	20,41	28,23	24,90	28,45	26,20	24,87	29,98	30,77	31,22	41,9	41,9
Passivo externo/PIB (%)	66,25	53,95	63,71	39,26	61,87	67,22	56,27	62,74	60,78	62,81	68,5	68,5
Posição internacional de investimento líquido/PIB (%)	-46,79	-33,54	-35,47	-14,36	-33,43	-41,02	-31,39	-32,76	-30,01	-31,59	-26,6	-26,6

Fonte: BCB.
Elaboração do autor.

Cumpre ressaltar que a vulnerabilidade a variações no estado de expectativas internacionais é consequência não apenas da magnitude do passivo externo líquido acumulado entre 2001 e 2015, mas também do comprometimento da capacidade da economia brasileira de geração de receitas correntes líquidas sustentáveis em moeda estrangeira, resultante do desenvolvimento pouco satisfatório do sistema nacional de inovação e do aumento da concentração da estrutura produtiva em setores primários a partir de meados da década de 2000. Caso o Brasil possuísse receitas correntes elevadas e sustentáveis, não precisaria recorrer ao estoque de reservas ou a refinanciamento do passivo para honrar seus compromissos com o exterior, em uma situação extrema de ampliação da percepção de incerteza por parte do investidor estrangeiro. Nesse sentido, estaria menos vulnerável a mudanças nas expectativas prevalecentes em âmbito mundial.

Em um cenário de interrupção súbita dos influxos financeiros ou mesmo fuga de capitais, com *deficit* em conta-corrente, há três principais maneiras de garantir o pagamento dos compromissos financeiros em vencimento: obtenção de empréstimos junto a instituições credoras oficiais, como o FMI, utilização das reservas cambiais ou elevação da taxa de juros doméstica, com vista a tornar os ativos domésticos mais atrativos aos investidores privados e, assim, conseguir refinanciar o passivo externo.

A crise cambial ocorrida em 1999 tornou o Brasil propenso a acumular reservas, como forma de evitar outra crise de liquidez externa e obter maior independência em relação ao FMI e ao mercado financeiro na condução das políticas econômicas domésticas. Além disso, essa estratégia tem funcionado como um mecanismo convencional de melhorar a confiança do investidor externo em relação à solvência doméstica e manter o acesso ao mercado internacional.

Após 1999, mediante a vigência de regime de câmbio flutuante, uma potencial pressão sobre as reservas cambiais, decorrente do aumento da demanda por moeda estrangeira em detrimento da moeda doméstica, tende a ser acompanhada por desvalorização nominal da taxa de câmbio.[25] Caso a moeda nacional consiga desempenhar satisfatória e amplamente, em âmbito internacional, as suas funções clássicas de meio

25. Ao gerar perdas para o agente que converta moeda nacional em estrangeira, a desvalorização cambial reduz o incentivo para a realização desse tipo de transação. Dessa forma, a livre determinação da taxa de câmbio pelas leis do mercado reduz o risco de redução e esgotamento do montante de reservas.

de pagamento, unidade de conta e reserva de valor, a desvalorização apresentará um limite, a partir do qual cessam os incentivos para se trocar moeda doméstica por moeda estrangeira (Prates, 2002). No entanto, este não é o caso do Brasil. Dessa forma, um eventual ataque especulativo tende a exercer uma forte pressão sobre o mercado cambial, com impactos consideráveis sobre o valor dos compromissos externos, abrangendo tanto os de natureza corrente, como gastos com importações, quanto os de natureza financeira, como pagamento de juros externos e amortizações da dívida contraída no mercado internacional e a liquidação dos investimentos de portfólio.

Por sua vez, a taxa de juros brasileira tem se mantido elevada, no âmbito do regime de metas de inflação. O baixo patamar da taxa de juros básica norte-americana favoreceu o ingresso de recursos financeiros nos países emergentes, mesmo nos cenários de incerteza global resultantes da crise internacional deflagrada em 2008, originada no mercado hipotecário norte-americano, e da crise da Zona do Euro, em 2010-2011. Como consequência, os influxos de capital mantiveram o real em patamar apreciado entre 2005 e meados de 2014, além de favorecerem o acúmulo de reservas cambiais.

Entretanto, em 2015, mesmo os diferenciais entre as taxas de juros interna e externa não foram capazes de sustentar os influxos de capital e manter o câmbio valorizado. Nesse ano, houve deterioração das expectativas internacionais em relação ao Brasil, devido principalmente à possibilidade de normalização da política monetária dos Estados Unidos, à redução dos preços das *commodities*, ao surgimento de denúncias de corrupção envolvendo a Petrobras, empresa petroleira de grande porte em que o governo brasileiro é acionista majoritário, e ao início de um processo de *impeachment* presidencial. Assim, em 2015, houve manifestação da vulnerabilidade externa do país a partir da redução da demanda pelo real e pelos títulos domésticos, que gerou desvalorização cambial e ampliou o valor em moeda nacional dos compromissos externos acumulados, com impacto negativo sobre o balanço patrimonial das corporações.

É importante observar que essa vulnerabilidade externa manifestada em 2015, resultante do acúmulo de passivo externo pela economia brasileira, desde 2003, e da sua baixa capacidade de geração de receitas correntes sustentáveis, tem algumas diferenças em relação aos desequilíbrios ocorridos ao longo da década de 1990 e início dos anos 2000. Em primeiro lugar, o acúmulo de reservas internacionais tem permitido amenizar parte dos efeitos negativos decorrentes da deterioração do estado das expectativas.

Em segundo lugar, a desvalorização cambial possibilitada pela adoção de regime de câmbio de flutuação suja impõe perdas ao investidor que deseja converter seus recursos para moeda estrangeira, no momento de reversão das expectativas. Em terceiro lugar, o aumento substancial do investimento de portfólio nos mercados financeiros domésticos tem implicado perdas adicionais para os investidores no caso de um movimento de vendas maciças de títulos e ações, no contexto de uma fuga de capitais (Cintra, 2015; Biancarelli, 2015).

Isso não significa que uma súbita deterioração das expectativas internacionais não tenha efeito sobre a economia doméstica, mas sim que o impacto ocorre por meio da tendência à desvalorização da moeda nacional em vez de esgotamento de reservas e ameaça de descontinuidade do regime cambial vigente, como em 1999. A pressão ocorrida no mercado de câmbio se reflete em elevação dos compromissos externos, o que se traduz tanto em aumento dos custos de importação de insumos processados e bens de capital necessários para a continuidade do ritmo de atividade produtiva quanto em elevação da dívida externa em reais e dos juros externos. Dessa forma, a crise de liquidez internacional pode comprometer o desempenho macroeconômico doméstico e culminar com uma crise de insolvência privada, devido à piora na situação patrimonial.

Ressalta-se que os efeitos patrimoniais da desvalorização cambial sobre o setor público não são significativos, devido à sua situação de credor externo. No entanto, as operações de *swap* utilizadas para amenizar as flutuações cambiais e impedir uma elevação substancial do valor em moeda doméstica da dívida externa do setor privado geram gastos, tendendo a elevar o *deficit* público. Em outras palavras, as pressões sobre o mercado cambial oriundas de mudanças no estado de expectativas internacionais possuem custo fiscal, podendo agravar a situação das contas públicas. Em 2014 e 2015, anos em que houve deterioração das expectativas em relação ao Brasil e desvalorização cambial, os custos das operações de *swap*, apurados segundo regime de competência, totalizaram R$ 10,7 bilhões e R$ 102,6 bilhões, respectivamente (tabela 11). Dessa forma, verifica-se que as oscilações do estado de expectativas, além de terem um potencial impacto sobre a solvência externa do setor privado brasileiro, afetam os recursos fiscais, podendo comprometer os gastos públicos, em situação de perseguição de metas de *superavit* fiscais.

TABELA 11
Custo fiscal das operações de *swaps* cambiais
(Em R$ milhões)

Ano	Valor nocional	Resultado – regime de caixa	Resultado – regime de competência
2008	-27.749	4.801	5.328
2009	0	3.199	2.281
2010	0	0	0
2011	3.016	706	694
2012	-4.204	1.098	1.124
2013	-175.422	-1.315	-2.382
2014	-284.959	-17.329	-10.681
2015	-426.770	-89.657	-102.628
2016	-85.504	75.562	83.804

Fonte: BCB.

Por fim, cumpre enfatizar que, apesar dos potenciais impactos sobre a taxa de câmbio, sobre os juros incidentes nos passivos externos, sobre o valor em reais da dívida externa privada e sobre os gastos do governo, as deteriorações no estado de expectativas em relação ao Brasil não têm resultado no seu isolamento em relação ao mercado internacional. Desde a segunda metade da década de 2000, o acesso aos recursos externos tem sido favorecido pelo crescimento da liquidez internacional, pela elevação do estoque de reservas cambiais e pela redução de entraves legais ao investimento estrangeiro em ativos domésticos. Nesse sentido, mesmo com a piora das expectativas internacionais, não tem havido interrupção nos fluxos financeiros em direção ao Brasil, apenas variações na taxa de câmbio e de juros externos e eventualmente no prazo dos financiamentos provenientes do exterior.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os dados relativos a componentes do balanço de pagamentos, evolução da taxa de câmbio, composição por setor e por intensidade tecnológica das pautas de exportação e importação, posição do investimento internacional e composição do passivo externo fornecem, em conjunto, evidências de que o aumento da integração da economia brasileira com o mercado financeiro global resultou em uma inserção vulnerável do país no cenário internacional.

Em primeiro lugar, foi destacado que a natureza da inserção da economia brasileira no comércio externo tem comprometido a geração de receitas correntes sustentáveis. Entre 2000 e 2015, a pauta de exportação do país apresentou aumento da concentração em bens primários e um elevado peso para produtos da indústria de transformação de baixa tecnologia. No mesmo período, as importações se concentraram em bens manufaturados de média-alta e alta tecnologia. Isso evidencia que os *superavit* comerciais brasileiros foram apoiados em grande parte em variações nos preços das *commodities*, não tendo sido resultantes de melhorias no sistema nacional de inovação e de produção de bens mais intensivos em conhecimento tecnológico, os quais foram obtidos predominantemente a partir de importações. Tendo em vista a correlação positiva entre a balança comercial e o resultado em transações correntes, é possível argumentar que a capacidade da economia brasileira de geração sustentável de receitas correntes em moeda estrangeira tem se deteriorado.

Em segundo lugar, os fluxos de financiamento em direção ao país se mostraram voláteis, entre 1995 e 2015, variando conforme o estado de expectativas internacionais e domésticas. Apesar de a economia brasileira ter se mantido atrativa para o capital externo mesmo no período 2008-2014, após a crise deflagrada no mercado hipotecário norte-americano e a crise na Zona do Euro, devido à redução dos juros externos em relação ao interno, ela sentiu uma retração nos influxos financeiros em 2015, associada à deterioração do estado de expectativas em relação ao país, à possibilidade de normalização da política monetária dos Estados Unidos, à redução dos preços das *commodities* e à piora no desempenho macroeconômico doméstico. Há, assim, indícios de que, mesmo diante de elevados diferenciais entre juros internos e externos, uma deterioração no estado de expectativas pode vir a elevar o custo do refinanciamento do passivo externo e a resultar em pressões sobre o mercado cambial, levando o país a usar parte do estoque de reservas.

Em terceiro lugar, os fluxos de financiamento para a economia brasileira ao longo da década de 2000 resultaram em elevação do passivo externo, que não foi acompanhada por crescimento proporcional do ativo externo. Assim, a liberdade conferida aos investimentos estrangeiros forneceu o ambiente institucional propício para a elevação do passivo externo líquido.

Apesar de as reservas cambiais terem apresentado crescimento, entre 2006 e 2012, devido, principalmente, aos *superavit* na conta financeira, em 2014 e 2015,

seu valor não teria sido suficiente 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 deterioração nas expectativas internacionais em relação à economia brasileira. Porém, diante do elevado estoque de reservas cambiais e da vigência do regime de câmbio flutuante, essa vulnerabilidade não tem se refletido em um risco elevado de esgotamento das reservas, mas sim em variações da taxa de câmbio, que podem aumentar o valor em moeda nacional dos compromissos externos, afetando a liquidez e, em situações críticas, a solvência do setor privado. Além disso, as desvalorizações cambiais implicam aumento das despesas do setor público, reduzindo a disponibilidade orçamentária, devido à oferta de *swaps* por parte do BCB, usados como instrumentos para conter a volatilidade da taxa de câmbio.

A vulnerabilidade externa brasileira pode ser amenizada tanto pelo aumento da capacidade de geração de receitas correntes sustentáveis quanto pela imposição de freios ao crescimento do passivo externo líquido. A primeira alternativa pode ser conseguida por meio de incentivos a setores de média e alta tecnologia e da melhoria do sistema nacional de inovação a partir, por exemplo, de políticas de fomento ou incentivo a atividades de pesquisa e desenvolvimento, melhoria da infraestrutura científico-tecnológica e aumento da articulação entre o setor produtivo, instituições de ensino e pesquisa e o setor financeiro. Já a segunda alternativa pode ser proveniente de instrumentos de gestão dos fluxos de capital, a exemplo dos implementados a partir de outubro de 2009, da limitação aos investimentos estrangeiros no mercado financeiro doméstico e do aumento do investimento brasileiro em ativos externos.

REFERÊNCIAS

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas do setor externo** – adoção da 6ª edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos (BPM6). Brasília: BCB, 2015a. (Nota Metodológica, n. 2).

_____. **Estatísticas do setor externo** – adoção da 6ª edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos (BPM6). Brasília: BCB, 2015b. (Nota Metodológica n. 3).

BELLUZZO, L.; GALÍPOLO, G. Metas de inflação e os ardis da razão. **Valor Econômico**, São Paulo, 7 fev. 2017.

BIANCARELLI, A. International liquidity cycles to developing countries in the financial globalization era. *In*: REUNIÓN DE ECONOMÍA MUNDIAL, 11., 2009, Huelva, España. **Anais**... Huelva: SEM, 2009.

_____. O setor externo da economia brasileira, depois da bonança e da tempestade. **Revista Política Social e Desenvolvimento**, n. 23, dez. 2015. Disponível em: <http://brasildebate.com.br/o-setor-externo-da-economia-brasileira-depois-da-bonanca-e-da-tempestade/>.

CAGNIN, R.; FREITAS, M. Tributação das transações financeiras: a experiência brasileira com o IOF e a CPMF. **Análise Econômica**, Porto Alegre, n. 63, 2015.

CARNEIRO, R. Globalização e inconversibilidade monetária. **Revista de Economia Política,** São Paulo, v. 28, n. 4, p. 539-556, out./dez. 2008.

CINTRA, M. O financiamento das contas externas brasileiras: 1995-2014. *In*: SQUEFF, G. (Org.). **Dinâmica macrossetorial brasileira**. Brasília: Ipea, 2015.

COUTINHO, L. O porquê dos juros altos. **Valor Econômico**, São Paulo, 10 fev. 2017.

DE CONTI, B.; PRATES, D.; PLIHON, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 23, n. 2, p. 341-372, ago. 2014.

DE PAULA, L. F.; ALVES JUNIOR. A. J. Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no real. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 19, n. 1, jan./mar. 1999.

DEQUECH, D. Asset choice, liquidity preference, and rationality, under uncertainty. **Journal of Economic Issues**, v. 34, n. 1, 2000.

DIDIER, T.; MORETTI, M.; SCHMUKLER, S. **The changing patterns of financial integration in Latin America**. [s. l.]: World Bank Group, 2015. (Working Paper, n. 7190).

FARHI, M. Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 13, p. 93-114, 1999.

FFRENCH-DAVIS, R. **Neoestructuralismo y macroeconomia para el desarrollo**. Santiago: Facultad Economía y Negocios, Departamento de Economía, Universidad de Chile, Sep. 2014. (Serie de Documentos de Trabajo, n. 391).

FFRENCH-DAVIS, R.; OCAMPO, J. The globalization of financial volatility: challenges for emerging economies. *In*: FFRENCH-DAVIS, R. (Org.). **Financial crises in "successful" emerging economies**. Santiago: Cepal, 2001.

JAYME JUNIOR, F.; CROCCO, M. Vulnerabilidade externa e saldos comerciais no Brasil. *In*: SICSU, J.; PAULA, L.; MICHEL, R. (Org.). Novo-Desenvolvimentismo – um projeto nacionalde crescimento com equidade social. **Jornal dos Economistas**, Rio de Janeiro, n. 186, p. 3-5, jan. 2005.

KEYNES, J. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Atlas, 1936.

_____. The general theory of employment. **The Quarterly Journal of Economics**, Febr. 1937.

KREGEL, J. Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. *In*: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. (Org.). **Globalização financeira** – ensaios de macroeconomia aberta. Petrópolis: Vozes, 2004.

LISBOA, M.; PESSOA, S. Nada de novo no debate monetário no Brasil. **Valor Econômico**, São Paulo, 20 jan. 2017.

LOYO, E. Neofisherianismo: vai entender. **Valor Econômico**, São Paulo, 3 fev. 2017.

MARCONI, N. Estrutura produtiva e desenvolvimento econômico. *In*: BARBOSA, N. *et al.* (Org.). **Indústria e desenvolvimento produtivo no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier; FGV, 2015.

NAKANO, Y. Aritmética monetarista desagradável. **Valor Econômico**, São Paulo, 2 fev. 2017.

PRATES, D. **Crise financeira nos países "emergentes"**: uma interpretação heterodoxa. 2002. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, São Paulo, 2002.

_____. **O regime de câmbio flutuante no Brasil 1999-2012** – especificidades e dilemas. Brasília: Ipea, 2015.

PREBISCH, R. O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus problemas principais. *In*: BIELSCHOWSKY, R. (Org.). **Cinquenta anos de pensamento na Cepal**. Rio de Janeiro: Record, 2000.

RAMOS, R. **The fragility of exchange rates in emerging countries in the 2000s**: a minskyan analysis. *In*: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 8., 2015, Uberlândia, Minas Gerais. **Anais**... Uberlândia: UFU, 2015.

RESENDE, A. Juros e Conservadorismo Intelectual. **Valor Econômico**, São Paulo, 13 jan. 2017a.

_____. Teoria, prática e bom senso. **Valor Econômico**, São Paulo, 27 jan. 2017b.

RODRIGUEZ, O. **O estruturalismo latino-americano**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2009.

SANTIAGO, S. **A inserção da América Latina no sistema centro-periferia, no contexto de finanças globalizadas**: observações para México, Brasil e Argentina. 2016. Tese (Doutorado) – Departamento de Economia, Universidade de Brasília, Brasília, 2016.

SARTI, F. Padrão de crescimento e desenvolvimento industrial. *In*: BARBOSA, N. *et al.* (Org.). **Indústria e desenvolvimento produtivo no Brasil**. [s.l.]: Elsevier; FGV, 2015.

SARTI, F.; HIRATUKA, C. **Desempenho recente da indústria brasileira no contexto de mudanças estruturais domésticas e globais**. Campinas: Editora Unicamp, 2017. (Texto para Discussão, n. 290).

SOUZA, F. Sem medo de flutuar? O regime cambial brasileiro pós-1998. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 35, n. 3, p. 519-545, jul./set. 1999.

_____. Por que a indústria parou? *In*: BARBOSA, N. *et al.* (Org.). **Indústria e desenvolvimento produtivo no Brasil**. [s.l.]: Elsevier; FGV, 2015.

SOUZA, F.; CARVALHO, F. Exchange rate regulation, the behavior of exchange rates, and macroeconomic stability in Brazil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 31, n. 4, out./dez. 2011.

TERRA, F. Os desafios do investimento e da indústria no Brasil: um drama em seis atos. **Brazilian Keynesian Review**, Belo Horizonte, v. 1, n. 2, 2015.

ANEXO

QUADRO A.1
Escala de classificação das agências de *rating*

	Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Categoria de investimento	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Categoria de investimento de risco	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
	Caa1	CCC+	CCC
	Caa2	CCC	CC
	Caa3	CCC-	C
	Ca	CC	DDD
	C	C	DD
		D	D

Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Assessoria de Imprensa e Comunicação

EDITORIAL

Coordenação
Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão
Andrea Bossle de Abreu

Revisão
Carlos Eduardo Gonçalves de Melo
Elaine Oliveira Couto
Lara Alves dos Santos Ferreira de Souza
Luciana Nogueira Duarte
Mariana Silva de Lima
Vivian Barros Volotão Santos
Cynthia Neves Guilhon (estagiária)
Madjory de Almeida Pereira (estagiária)

Editoração
Aeromilson Mesquita
Aline Cristine Torres da Silva Martins
Carlos Henrique Santos Vianna
Felipe de Oliveira Souza (estagiário)

Capa
Danielle de Oliveira Ayres
Flaviane Dias de Sant'ana

Projeto Gráfico
Renato Rodrigues Bueno

The manuscripts in languages other than Portuguese published herein have not been proofread.

Livraria Ipea

SBS – Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES, Térreo.
70076-900 – Brasília – DF
Fone: (61) 2026-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Composto em adobe garamond pro 12/16 (texto)
Frutiger 67 bold condensed (títulos, gráficos e tabelas)
Rio de Janeiro-RJ

Logotipo/slogan de governo removido em observancia ao disposto no art. 40 da Lei n 9.504/1997

Missão do Ipea
Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

MINISTÉRIO DO
PLANEJAMENTO, DESENVOLVIMENTO E GESTÃO

ISSN 1415-4765