

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**AVALIAÇÃO DA VULNERABILIDADE EXTERNA DA  
ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE 1999 E 2017**

VINICIUS REGIS GIORNO DE ALMEIDA  
matrícula nº: 113041121

ORIENTADOR(A): Prof. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

JANEIRO 2019

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**AVALIAÇÃO DA VULNERABILIDADE EXTERNA DA  
ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE 1999 E 2017**

---

VINICIUS REGIS GIORNO DE ALMEIDA  
matrícula nº: 113041121

ORIENTADOR(A): Prof. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

JANEIRO 2019

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor*

Dedico este trabalho a meus pais, Cláudia e Ismael, e ao meu irmão, Diego, sem os quais eu não seria nada do que sou hoje.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço ao meu pai, Ismael, que tanto lutou pelos recursos para que eu pudesse chegar a uma universidade tão respeitada e que foi, com todo o respeito aos mestres, o meu maior professor.

Agradeço à minha mãe, Cláudia, que tanto se dedicou à minha criação, com todo o amor, carinho e afeto do mundo, tanto nos maus como nos bons momentos.

Agradeço ao meu irmão, Diego, pelos momentos de descontração e felicidades e pelo amor sincero que só nós entendemos.

Aos meus avôs e minhas avós, Elio, Gilda, Ana e Antônio, que sou completamente apaixonado e me espelho para trilhar um caminho de amor e sucesso.

Aos meus primos, em especial aquele que considero meu irmão, Matheus.

Aos meus grandes amigos, Lucas, Pedro, João, Erick, Daniel e Nadruz, pela irmandade incansável e pelas memórias que jamais serão esquecidas

Aos amigos da UFRJ, Douglas, Pedro, Jean, Rafael e Vincenzo pela amizade e parceria ao longo do curso e pelos bons momentos vividos.

Aos meus amigos Guilherme e Paulo não só pelo carinho natural, mas também pela flexibilidade oferecida, que permitiram o melhor desenvolvimento da minha graduação.

Ao professor Carlos Pinkusfeld pela orientação e principalmente pelos bons momentos vividos em sala de aula, os quais somente um grande professor sabe proporcionar.

A todas as outras pessoas que expressam carinho e amor por mim e que participam da minha formação e da minha vida.

## RESUMO

O presente trabalho busca avaliar o comportamento da vulnerabilidade externa da economia brasileira entre os anos de 1999 e 2017. Inicia-se a partir de conceitos amplamente conhecidos como a globalização para explicar a necessidade do estudo de vulnerabilidade externa em economias emergentes. Esta, por sua vez, apesar da vasta literatura a respeito do tema, segue a definição proposta por Filgueiras & Gonçalves (2007) e parece apresentar uma melhora conjuntural, especialmente no período 2003-2007, não obstante com severa piora estrutural. No entanto, conforme a tipologia de Biancarelli (2012), a vulnerabilidade externa parece ter ganhado um novo perfil naquilo que se refere aos estoques de passivos externos através do processo denominado pelo autor de “desdolarização”.

Desta forma, faz-se uma revisão do arcabouço teórico da vulnerabilidade externa e variáveis que a afetam, subdividindo-a em uma componente conjuntural e outra estrutural. A análise estatística, em seguida, traz os resultados a partir dos indicadores amplamente conhecidos e o consenso entre os principais autores é de que há uma deterioração estrutural. Por fim, define-se o processo de “desdolarização” e aprofunda-se a questão dos passivos externos desdolarizados e suas implicações favoráveis a vulnerabilidade externa da economia brasileira.

## SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

BCB	Banco Central do Brasil
BP	Balanço de Pagamentos
CNAE	Classificação Nacional de Atividades Econômicas
CNI	Confederação Nacional da Indústria
FED	Federal Reserve System
FMI	Fundo Monetário Internacional
FUNCEX	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IED	Investimento Estrangeiro Direto
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
MDIC	Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PEB	Passivo Externo Bruto
PIB	Produto interno bruto
PII	Posição Internacional de Investimentos
SMFI	Sistema Monetário e Financeiro Internacional
TC	Transações Correntes
TI	Tecnologia da Informação
UNCTAD	Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento

## ÍNDICE

INTRODUÇÃO .....	8
CAPÍTULO I – CONCEITUALIZAÇÃO DA VULNERABILIDADE EXTERNA .....	10
1.1 Vulnerabilidade externa, inserção internacional e globalização econômica .....	10
1.2 Vulnerabilidade externa conjuntural e estrutural .....	14
1.3 O ciclo da dívida e a dinâmica da absorção de Simonsen & Cysne .....	16
1.3.1 O ciclo da dívida .....	16
1.3.2 A dinâmica da absorção.....	18
CAPÍTULO II – AVALIAÇÃO DOS INDICADORES DE VULNERABILIDADE EXTERNA .....	21
2.1 Esfera monetário-financeira.....	21
2.2 Esfera produtivo-tecnológica.....	25
2.3 Esfera Comercial.....	29
2.3.1 Indicadores Conjunturais .....	29
2.3.2 Indicadores estruturais.....	33
CAPÍTULO III – A VULNERABILIDADE MELHORADA PELO PERFIL DOS ESTOQUES: “DESDOLARIZAÇÃO” DO PASSIVO EXTERNO.....	37
3.1 Conceitualização .....	37
3.1.1 Posição Internacional de Investimento (PII).....	37
3.1.2 “Desdolarização” .....	39
3.2 Estatísticas referentes ao processo de “desdolarização” .....	39
3.2.1 Fluxos .....	39
3.2.2 Estoques.....	42
3.3 Implicações do processo de “desdolarização” .....	47
CONCLUSÃO.....	53
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	55



## INTRODUÇÃO

Os países sempre se relacionaram entre si, seja pela via comercial, produtiva ou financeira. No entanto, o fenômeno da globalização econômica expôs as nações a renovadas possibilidades, formas de pressões e choques externos, em especial, com o surgimento de um mundo mais multipolar com a inclusão da China como um importante eixo de ordenação da economia mundial.

O conceito clássico de vulnerabilidade externa se desenvolve e se relaciona com a deterioração da situação externa que impacta de forma negativa variáveis domésticas como crescimento e inflação, e mostra a fragilidade de um país em responder a uma mudança súbita de termos de troca, juros ou na direção e volume dos fluxos externos de capital.

Dessa limitação externa apenas um país está livre, os Estados Unidos. Mas esse caso ímpar decorre do fato deste país ser o emissor da moeda chave de circulação internacional e, logo, a esmagadora maioria de suas importações e compromissos externos são denominados em sua própria moeda, além de ser o seu Banco Central aquele que estabelece a taxa de juros básica chave do sistema financeiro internacional.

Certamente esse não é o caso brasileiro. Na verdade o país se situa numa posição bastante oposta. Sua moeda não tem curso internacional e sua economia é bem menos resiliente que a de países desenvolvidos como os membros da União Européia ou Japão. Assim sendo, este trabalho busca avaliar o comportamento da vulnerabilidade externa da economia brasileira entre 1999 e 2017, dada a condição periférica do país e sua inserção internacional. Entende-se que a melhora conjuntural observada, principalmente, no período 2003-2007 não veio acompanhada de um avanço substancial da estrutura produtiva que levasse a uma inserção mais dinâmica no cenário do comércio internacional. Não obstante, se pelo lado comercial não houve melhora substancial da inserção brasileira, pelo lado financeiro ocorreram importantes mudanças no passivo externo brasileiro, ou seja, na forma como o país financiou seu déficit em transações corrente ou mesmo recebeu capitais externos em situação no qual a conta corrente não apresentava déficit.

Para tratar destes temas, esta monografia está dividida em três capítulos, além da própria introdução. O primeiro capítulo tem por objetivo definir não só o conceito de vulnerabilidade externa, mas também de alguns outros fatores relevantes que com esta se relacionam. O segundo capítulo está baseado principalmente nas ideias de Filgueiras & Gonçalves (2007) de que a vulnerabilidade externa experimentou uma melhora pelo lado conjuntural concomitantemente a uma piora estrutural. O último capítulo é pautado,

especialmente, pela tipologia de Biancarelli (2012), que busca entender o fenômeno de “desdolarização” do estoque de passivo externo brasileiro e suas implicações para a questão da vulnerabilidade externa do país.

## **CAPÍTULO I – CONCEITUALIZAÇÃO DA VULNERABILIDADE EXTERNA**

A compreensão da vulnerabilidade externa, isto é, como ela ocorre, quais seus efeitos e como contorná-la se tornou um tema fundamental para os países emergentes. Para tanto, além do conceito propriamente dito, é necessário caracterizar também a inserção externa dessas economias e os impactos do processo de globalização, tão presentes no mundo contemporâneo (ROSA, 2016).

### **1.1 Vulnerabilidade externa, inserção internacional e globalização econômica**

A evolução da tecnologia e as mudanças sócio-políticas que ocorreram a partir da década de 1980 geraram um processo de reconfiguração da economia global com liberalização e elevação dos fluxos de comércio internacional e capitais entre a esmagadora maioria dos países do mundo.

Pinto e Gonçalves (2015) destacam a globalização do século XX começando a partir do fim do sistema de Bretton Woods, apoiada em três pilares fundamentais – integração produtiva, abertura comercial e liberalização financeira.

Este último elemento, que começa a ser relevante a partir da formação do Euromercado, abriu margem para a livre circulação dos fluxos financeiros, que por sua vez aproximaram os mercados cada vez mais. A liberalização comercial (redução de barreiras comerciais) provocou aumento na concorrência mundial, que naturalmente leva à busca por menores custos e maior produtividade. Por fim, a formação de cadeias de produção integrou a produção em escala global, e, só foi possível, graças à evolução tecnológica de automação informatizada (PINTO e GONÇALVES, 2015).

As empresas passaram a se organizar de maneira diferente geograficamente, isto é, houve uma expansão das filiais (descentralização produtiva), especialmente em direção aos países em desenvolvimento da Ásia, juntamente com um processo de “desverticalização” da produção (PINTO e GONÇALVES, 2015).

O fenômeno da globalização é, assim, de suma importância para a economia mundial. A Tecnologia da Informação (TI), e especialmente a internet, por exemplo, tornou-se a ferramenta mais importante de qualquer grande negócio. O intervalo de tempo entre os movimentos econômicos é extremamente curto, pois as informações são obtidas em tempo real. O mundo globalizado é um mundo cada vez mais conectado e integrado.

Desta forma, apesar de todos os benefícios proporcionados pela revolução técnico-científica, as nações passaram a estar mais sujeitas às pressões e contágios de choques externos, especialmente quando os epicentros de tais choques se encontram nas maiores economias do planeta como Estados Unidos da América (EUA) e China (PINTO e GONÇALVES, 2015). Crises, embargos, guerras comerciais e movimentos especulativos são, atualmente, muito mais rapidamente propagados e sentidos pelos diferentes países.

Assim sendo, o conceito de vulnerabilidade externa se associa à questão da situação externa do país na medida em que reflete a capacidade de resposta frente aos fatores desestabilizadores como pressões e choques externos e denota a dificuldade do país em reagir a uma mudança súbita nos fluxos de capitais (FILGUEIRAS e GONÇALVES, 2007).

Logo, há uma relação inversa entre a capacidade de resposta e o grau de vulnerabilidade. Em outras palavras, quanto maior for a referida capacidade de resposta, menos vulnerável será o país em questão. (PAINCEIRA e CARCANHOLO, 2002).

A avaliação da vulnerabilidade externa, no período de hegemonia neoliberal, ou pós anos 1990, ganhou importância após as crises cambiais que ocorreram nos países emergentes, como no México em 1994, nos países da Ásia em 1997, na Rússia em 1998 e, por fim, no próprio Brasil em 1999.

Conforme Biancarelli (2016) afirma, uma crise cambial deve ser entendida como a falta de financiamento (“voluntário”) capaz de cobrir o déficit em conta corrente, levando a uma grande desvalorização cambial, à necessidade de empréstimos junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI) e, se necessário, um forte encolhimento do nível de atividade doméstica.

Em outras palavras, uma crise de liquidez externa ocorre quando as fontes de crédito externo e credores já existentes realizam um corte abrupto do financiamento dos compromissos externos que estão para vencer em um período determinado. (MEDEIROS e SERRANO, 2001)

Segundo Ribeiro (2016), a vulnerabilidade externa é um problema crônico na história do país, restringindo o crescimento sustentável da economia brasileira. Em momentos de grave crise de financiamento externo, como ocorreu na década de 1980, além da restrição ao crescimento esta questão pode levar a processos graves de inflação.

Em 1944, na conferência de Bretton Woods, Keynes propôs a criação de uma moeda mundial, chamada de “Bancor”, a qual não seria emitida por nenhum país específico, pois este

teria uma “vantagem assimétrica” em relação aos restantes no que diz respeito ao fechamento de suas contas externas (SERRANO, 2004). Essa proposta não foi aceita e o dólar norte americano foi adotado como moeda internacional, um regime que, entretanto, entrou em crise no final dos anos 1960.

O atual padrão monetário internacional (dólar flexível), que se expressou com o abandono unilateral da conversibilidade do ouro em dólar, em 1971, garante aos Estados Unidos uma vantagem absoluta perante todos os países do mundo, uma vez que a maior parte das importações norte-americanas e até mesmo seus passivos externos estão denominados em dólares.

Assim, “... como os dólares são emitidos pelo FED (...) é simplesmente impossível (...) os EUA não terem recursos (dólares) suficientes para pagar suas contas externas” (SERRANO, 2004, p. 210). Portanto, o único país que não sofre com a restrição externa do balanço de pagamentos e, assim, não possui qualquer nível de vulnerabilidade externa são os Estados Unidos.

Essa nova configuração internacional se expressa através da globalização financeira, a qual se sustenta na liberalização e desregulamentação financeira e na impressionante expansão da mobilidade de capitais. O Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI), fruto da globalização financeira, é hierarquizado – com a centralidade do Dólar norte-americano – e caracterizado pelo regime de câmbio flexível (CARNEIRO, 1999 apud ROSA, 2016).

Prates (2005) também assinala os principais aspectos do atual SMFI a partir do regime de câmbio vigente, do grau de mobilidade dos fluxos internacionais de capitais e, especialmente, da hierarquia monetária cuja liderança gera uma vantagem assimétrica para os Estados Unidos. Os países emergentes estariam, portanto, subordinados aos movimentos ocorridos no centro do SMFI.

Carneiro (1999) percebe a existência de três categorias de moeda. A primeira, no topo da hierarquia, é a moeda reserva (o dólar). Em seguida, as moedas conversíveis (países centrais) e, por fim, as moedas inconversíveis (países periféricos). A taxa de juros estadunidense, segundo o autor, define a taxa de juros do SMFI porque é a taxa que remunera a moeda mais forte e mais segura do sistema e, assim, ela tende a ser a menor de todas. À medida que se afasta do centro, as moedas tornam-se menos seguras e, logo, os investidores exigem um prêmio maior pelo investimento, de tal forma que as taxas de juros dos países

periféricos são compostas pela taxa de juros central acrescida do risco associado ao país. Nas palavras do autor:

Essa conformação do sistema monetário internacional define uma regra de formação das taxas de juros que é desfavorável aos países da periferia e até mesmo aos outros países centrais. A taxa de juros fora do núcleo é sempre a taxa paga pela moeda central, acrescida de um risco país. Esse último é determinado principalmente pela avaliação e classificação de agências especializadas e transmite-se aos títulos do país que são negociados nos principais mercados, principalmente o americano (CARNEIRO, 1999, p. 65)

Prates (2005) evidencia que a consequência prática da não-conversibilidade das moedas periféricas aprofunda a vulnerabilidade das economias emergentes, pois elas não são capazes de emitir dívida externa em moeda doméstica, apesar de sua histórica necessidade de financiamento externo, deteriorando a capacidade de cumprir com os compromissos externos. É nesse ponto que se evidencia a subordinação em relação ao centro, ou seja, como a maior parte da dívida externa está denominada em moeda reserva (dólar), os países periféricos se tornam reféns do movimento da taxa de câmbio e juros norte-americanos. Nas palavras da autora:

A dimensão da assimetria monetária, relativa à função de unidade de denominação dos contratos, acentua igualmente a vulnerabilidade dos países emergentes às crises financeiras contemporâneas. A principal consequência dessa dimensão é a incapacidade desses países de emitirem, em volumes significativos, dívida nos mercados internacionais denominada na própria moeda, como destacado acima. Como esses países são historicamente dependentes de fontes de financiamento externas, a situação financeira dos devedores domésticos — e, com isso, a sua capacidade de honrar os compromissos externos — torna-se totalmente vinculada às variações das respectivas taxas de câmbio, potencialmente maiores no contexto atual por causa da volatilidade dos fluxos recentes de capitais. Ademais, como a maior parte da dívida externa desses agentes é denominada na moeda-chave (ou seja, em dólar), mudanças nas taxas de câmbio e de juros dessa moeda, associadas à gestão monetária americana, têm um impacto imediato sobre o valor dessa dívida [...] (PRATES, 2005, p. 279).

O Brasil não emite dólares. A moeda brasileira não tem posição forte entre as moedas internacionais e não é utilizada no comércio internacional e muito menos como instrumento de intermediação financeira. Portanto, é considerada uma moeda não-conversível.

Sendo assim, as duas consequências mais relevantes dessa posição inferiorizada na hierarquia monetária internacional para as economias periféricas, especialmente para o Brasil, são a incapacidade de gerar dívida externa em reais e as oscilações na disponibilidade de financiamento externo.

## 1.2 Vulnerabilidade externa conjuntural e estrutural

Para Filgueiras e Gonçalves (2007), "A vulnerabilidade externa conjuntural depende positivamente das opções disponíveis e negativamente dos custos do ajuste externo. Ela é, essencialmente, um fenômeno de curto prazo" (FILGUEIRAS e GONÇALVES, 2007, p. 61).

Por essa razão, a conjuntura internacional, seja ela favorável ou desfavorável, se dá em um intervalo de tempo limitado. Historicamente, tais conjunturas tem se revelado de natureza transitória. Logo, o componente externo da vulnerabilidade de um país tem também um caráter limitado no tempo.

Por outro lado, a vulnerabilidade externa estrutural está associada ao longo prazo, uma vez que seus determinantes são influenciados pela formação da economia em questão e pela sua inserção no plano internacional.

Nas palavras de Filgueiras e Gonçalves (2007):

Vulnerabilidade externa estrutural decorre das mudanças relativas ao padrão de comércio, da eficiência do aparelho produtivo, do dinamismo tecnológico e da robustez do sistema financeiro nacional. A vulnerabilidade externa estrutural é determinada, principalmente, pelos processos de desregulamentação e liberalização nas esferas comercial, produtivo-real, tecnológica e monetário-financeira das relações econômicas internacionais do país. Ela é, fundamentalmente, um fenômeno de longo prazo (FILGUEIRAS e GONÇALVES, 2007, p. 35)

Portanto, a vulnerabilidade externa de uma economia, na tipologia de Filgueiras e Gonçalves (2007), assume duas dimensões principais: Por um lado, a dimensão conjuntural, de caráter transitório no tempo e pouco controlável pelo país em questão, especialmente quando se trata dos emergentes. Por outro lado, a dimensão estrutural, isto é, aquela que se expressa fundamentalmente no longo prazo e cujas raízes estão na formação econômica propriamente dita do país.

Em se tratando especificamente do caso brasileiro, a análise da série histórica das contas do balanço de pagamentos aponta que as transações correntes brasileiras são tradicionalmente deficitárias, pois as contas de serviços e de rendas são absolutamente onerosas e, quando há saldo comercial favorável, dificilmente ele é capaz contrabalancear sozinho esse cenário.

No entanto, entre 2003 e 2007, o saldo em conta corrente foi positivo em virtude do amplo superávit comercial brasileiro com o resto do mundo. A principal variável deste ótimo

desempenho são as exportações brasileiras, que cresceram justamente por conta de um cenário externo amplamente favorável (os dados serão apresentados adiante, no capítulo II).

Isto porque houve um grande crescimento da demanda por matérias-primas e produtos primários (commodities), que fez com que crescessem as cotações internacionais desses produtos, gerando um diferencial favorável capaz de melhorar os termos de troca em favor dos países exportadores, em especial do Brasil (FILGUEIRAS E GONÇALVES, 2007).

Portanto, há uma redução da vulnerabilidade externa pela sua via conjuntural já que observa-se um cenário externo amplamente favorável com a melhora contundente em todos os indicadores de vulnerabilidade que envolvem as exportações brasileiras, especialmente no período mencionado, como será evidenciado no capítulo subsequente.

Todavia, o padrão das exportações brasileiras vem apresentando um comportamento pouco desejável quando se trata da estrutura comercial do país, pois há uma evidente tendência de “reprimarização” da pauta exportadora, que, por sua vez, agrava a vulnerabilidade externa em seu sentido estrutural. Nas palavras de Filgueiras e Gonçalves:

O aumento da vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira decorre também do aprofundamento do padrão de especialização retrógrada que envolve a reprimarização das exportações, com a crescente participação de produtos primários no valor das exportações. O país tem sido incapaz de promover o *upgrade* do seu padrão de comércio exterior. Há perda de posição relativa de produtos de exportação com maior intensidade tecnológica. Os ganhos relativos têm ocorrido nos produtos de baixo conteúdo tecnológico e nos produtos intensivos em recursos naturais (FILGUEIRAS e GONÇALVES, 2007, p. 21).

A vantagem comparativa e competitiva em produtos primários é uma marca histórica do Brasil. Com a alta dos preços das commodities e, conseqüentemente, melhoria dos termos de troca, é natural que os esforços se voltem para a produção e comércio das mesmas. O enorme superávit comercial, entre 2003 e 2007, expressa isso de maneira clara.

Contudo, o que se deve problematizar na reprimarização da pauta exportadora é a negligência em relação aos setores mais dinâmicos da economia, isto é, de produtos semimanufaturados e manufaturados. Em outras palavras, a negligência aos bens industriais é a questão central no período de conjuntura internacional favorável.

A partir desse raciocínio, Filgueiras e Gonçalves (2007) chamam atenção para a apreciação cambial decorrente das exportações de commodities que geraram grandes superávits comerciais. O câmbio pouco competitivo prejudica os setores industriais na medida



em que reduz a sua demanda externa e diminui sua atuação no âmbito interno por conta dos importadores. Este seria o típico caso da chamada “Doença Holandesa”<sup>1</sup>.

Por fim, buscar reduções da vulnerabilidade externa baseadas na conjuntura capaz de gerar superávits comerciais constitui-se como uma visão estreita já que a estrutura produtiva se torna cada vez mais atrasada e, no longo prazo, quando o cenário externo for desfavorável, o impacto negativo será sentido (FILGUEIRAS e GONÇALVES, 2007).

### **1.3 O ciclo da dívida e a dinâmica da absorção de Simonsen & Cysne**

#### **1.3.1 O ciclo da dívida**

Segundo Simonsen e Cysne (1995), os capitais internacionais buscam os países que lhe ofereçam maior remuneração. Em geral, isto ocorre nos países em desenvolvimento, pois estes apresentariam uma escassez de capitais. Desta forma, os recursos naturalmente fluiriam – de acordo com as teorias de desenvolvimento das décadas de 1950 e 1960 – dos países mais ricos para os países mais pobres, amenizando as desigualdades econômicas.

Assim, os países em desenvolvimento seriam tradicionalmente deficitários em transações correntes por conta da absorção de capitais externos (e os países já desenvolvidos seriam tradicionalmente superavitários). Além disso, os saldos nessa rubrica se retroalimentam, ou seja, a desproporção em conta corrente é contrabalanceada com a entrada de mais capitais externos, os quais irão se transformar, futuramente, em remessas de lucros e juros para o exterior, aumentando o déficit futuro em transações correntes (SIMONSEN e CYSNE, 1995).

A maneira mais adequada de frear essa espécie de bola de neve que tende a se formar seria filtrando os capitais investidos no país, direcionando-os para investimentos que aumentassem as exportações ou diminuíssem as importações, sendo assim capazes de, ao menos, neutralizar os encargos de juros e remessas de lucros para o exterior (SIMONSEN e CYSNE, 1995).

Conforme Simonsen e Cysne (1995), a base do ciclo da dívida é dada pela seguinte equação:

$$\dot{D} = iD - H \quad (1)$$

---

<sup>1</sup> “Doença holandesa é o termo geral que se aplica às situações de forte apreciação cambial decorrentes de grandes saldos na balança comercial, que são causados, principalmente, pelo crescimento extraordinário da quantidade exportada ou do preço de commodities de exportação.” (FILGUEIRAS E GONÇALVES, 2007, p. 86).

Onde  $D$  é o passivo externo líquido de um país  $e$ , logo, positivo para devedores internacionais e negativo para credores internacionais, isto é, aqueles que detém ativo externo líquido;  $\dot{D}$  é a sua derivada em relação ao tempo;  $iD$  é a renda líquida enviada ao exterior, majoritariamente composta por juros e remessas de lucros, e expressa como uma fração  $i$  do passivo externo líquido. Assim,  $i$  é a taxa de juros média do passivo externo líquido;  $H$  é a transferência líquida de recursos para o exterior e, simetricamente,  $-H$  é o hiato de recursos.

Vale lembrar que, na tipologia de Simonsen, o passivo externo não traz outros componentes importantes como os investimentos em carteira e investimentos diretos por conta das características que apresentavam os passivos externos na década de 1980. Esses elementos tornaram-se mais relevantes após a globalização financeira.

Ainda levando em conta o tratamento do balanço de pagamentos, podemos afirmar que a conta corrente seria subdividida em transferência líquida de recursos para o exterior – expressa pelos bens e serviços – e renda líquida recebida do exterior – expressa pelas rendas e transferências unilaterais.

Desta forma, o saldo da transferência líquida de recursos informa se o país é um fornecedor ou absorvedor de produtos em relação ao resto do mundo, e seria dado majoritariamente pela diferença entre exportações e importações. Então, se um país importa mais do que exporta, ele possui um hiato de recursos  $H$  e transferência líquida negativa de recursos para o exterior.

Assim, os ativos ou passivos externos líquidos seriam divididos nas seguintes seis fases:

Tabela 1  
Evolução dos passivos e ativos externos líquidos nas fases do ciclo da dívida

FASE	TIPIFICAÇÃO	H	D	$\dot{D}$
I	Devedor Jovem	-	+	+
II	Devedor Intermediário	+	+	+
III	Devedor Maduro	+	+	-
IV	Credor Jovem	+	-	-
V	Credor Intermediário	-	-	-
VI	Credor Maduro	-	-	+

Fonte: Simonsen e Cysne(1995). Elaboração própria

O Devedor Jovem começa sua trajetória com déficit em conta corrente, isto é, com um passivo externo líquido crescente tanto pelo pagamento de juros quanto pelo hiato de recursos. Na segunda fase, ao se tornar um Devedor Intermediário, o hiato passa a ser transferência líquida de recursos para o exterior, mas ainda incapaz de superar o pagamento dos juros (transferência de renda), mantendo-se deficitário em transações correntes, mas com o passivo crescendo à taxas decrescentes. Na última fase devedora, o Devedor Maduro finalmente consegue fazer com que sua transferência líquida de recursos para o exterior supere a transferência de renda líquida enviada ao exterior, acumulando superávits na conta corrente e diminuindo o passivo externo líquido (SIMONSEN e CYSNE, 1995).

A quarta fase mostra o Credor Jovem, isto é, aquele que deixou de ter passivo para ter ativo externo líquido. Se o Devedor Jovem acumulava déficits por um duplo efeito, antagonicamente o Credor Jovem acumula créditos também por um duplo efeito, ou seja, pelas transferências de recursos e pela renda líquida recebida do exterior. Na fase V, o Credor Intermediário volta a apresentar o hiato de recursos (absorve recursos), porém o ainda grande recebimento de renda líquida do exterior garante o crescimento do ativo externo líquido. Por fim, o Credor Maduro se desfaz de seus ativos e o hiato de recursos volta a superar a renda líquida recebida do exterior (SIMONSEN e CYSNE, 1995).

Os países não precisariam passar necessariamente por todas as fases, uma por vez, sequencialmente. Isto ficou claro, por exemplo, com o choque do petróleo de 1973 (quadruplicou o preço do petróleo), quando os países da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) passaram, rapidamente, de Devedores Jovens para Credores Jovens. (SIMONSEN e CYSNE, 1995)

Finalmente, as teorias das décadas de 1950 e 1960 caíram por terra com os acontecimentos das décadas subseqüentes, isto é, os capitais buscam sim o melhor potencial de rendimento, mas não necessariamente se deslocam dos países mais ricos para os mais pobres, pois não é apenas a lucratividade potencial que interessa aos investidores. Conforme Simonsen e Cysne (1995, p. 95), os capitais internacionais “Buscam lucratividade efetiva e liberdade de movimentação, o que depende de estabilidade política, institucional e de boa qualidade de administração econômica, fatores de oferta escassa em muitos países em desenvolvimento.”

### **1.3.2 A dinâmica da absorção**

Simonsen e Cysne (1995) questionam até que ponto um país pode absorver recursos líquidos do exterior, isto é, ter uma importação de bens e serviços não-fatores maior que a

exportação dos mesmos. A resposta passa por fatores qualitativos já citados anteriormente, como a estabilidade econômica, política e a boa administração pública aos olhos estrangeiros. No entanto, há um fator quantitativo central na visão do autor: a relação dívida/exportações.

Isto porque, as exportações seriam a fonte última de obtenção de divisas, as quais são o interesse real dos investidores estrangeiros. Em outras palavras, o capitalista não quer remeter seus lucros em reais, mas sim em dólares ou na sua moeda de origem e, para tanto, a relação entre o passivo externo líquido e a geração de divisas (exportação de bens e serviços não-fatores) seria o ponto chave para a decisão de investimento.

Desta forma, define-se por “h” a razão  $H / X$ , na qual  $X$  são as exportações, e por “z” a razão  $D / X$ . “h” corresponde, nas palavras do autor, à “fração das exportações transferidas para o exterior, sob a forma de superávit comercial mais de serviços não-fatores”. “z” é o indicador já explicado. Portanto:

$$h = \frac{H}{X} \quad (2)$$

$$z = \frac{D}{X} \quad (3)$$

A equação (1) é equivalente à seguinte:

$$\frac{\dot{D}}{D} = i - \frac{H}{D} = i - \frac{H X}{D X} = i - \frac{h}{z} \quad (4)$$

Já que  $D = zX$ , temos que  $\log_e D = \log_e z + \log_e X$ . Derivando em relação ao tempo e considerando  $x = \dot{X}/X$  como sendo a taxa de crescimento das exportações, chegamos à seguinte equação:

$$\frac{\dot{D}}{D} = \frac{\dot{z}}{z} + \frac{\dot{X}}{X} = \frac{\dot{z}}{z} + x \quad (5)$$

Substituindo as equações (1) e (3) na equação (5):

$$\dot{z} = (i - x)z - h \quad (6)$$

Esta é a equação da dinâmica da relação dívida / exportações, na qual  $\dot{z}$  é a sua derivada em relação ao tempo. A sustentabilidade do financiamento externo de um

determinado país depende de que essa razão não siga uma trajetória explosiva, isto é,  $\dot{z} \leq 0$ . Logo, tornando a equação (6) maior ou igual a zero, temos o seguinte:

$$h \geq (i - x)z \quad (7)$$

Deste modo, observa-se que o sinal da diferença entre a taxa de crescimento das exportações e a taxa de juros internacionais é o fator determinante para a dinâmica da dívida. Por conseguinte, se  $(x - i) > 0$ , então a dívida segue uma trajetória favorável e, simetricamente, se  $(x - i) < 0$ , então o país estaria diante de uma dinâmica desfavorável (SIMONSEN e CYSNE, 1995).

Portanto, é crucial que a taxa de crescimento das exportações supere a taxa de juros do passivo externo líquido, garantindo uma trajetória sustentável de crescimento com déficit em conta corrente, caso contrário a razão  $D/X$  tende a crescer indefinidamente e só um grande superávit comercial poderia amortecer essa situação (MEDEIROS e SERRANO, 2001).

## CAPÍTULO II – AVALIAÇÃO DOS INDICADORES DE VULNERABILIDADE EXTERNA

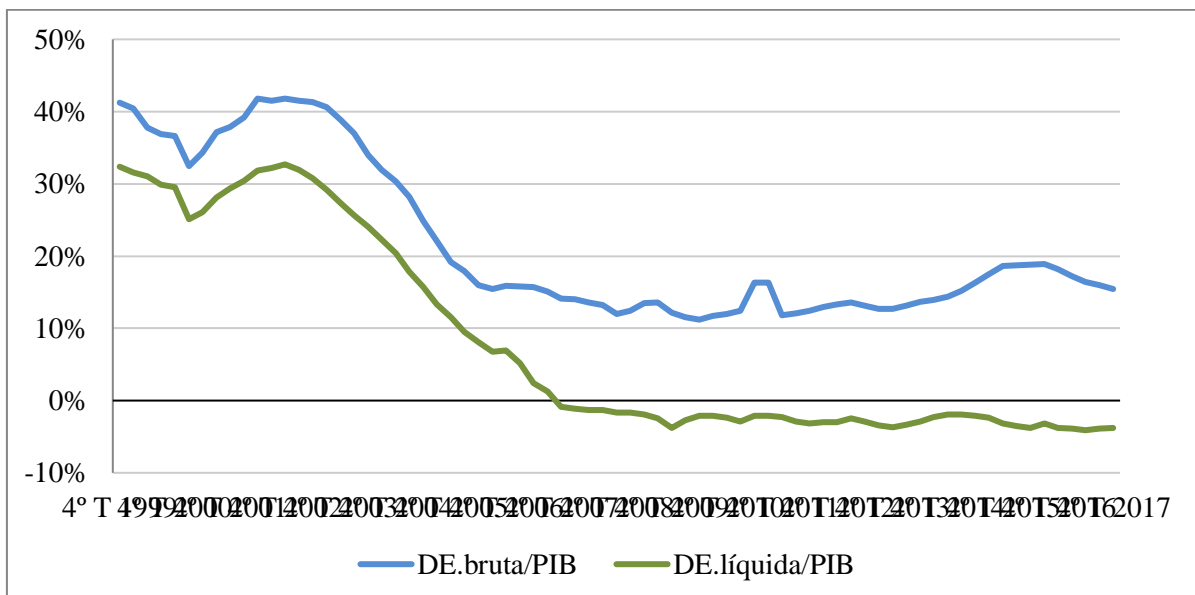
Este capítulo será destinado a avaliar os principais indicadores de vulnerabilidade externa em três principais esferas: esfera monetário-financeira, esfera comercial e esfera produtivo-tecnológica. Desta forma, o capítulo se subdividirá em três seções (uma para cada esfera), além de uma seção final destinada a breves conclusões.

### 2.1 Esfera monetário-financeira

Os indicadores a serem apresentados nesta seção são de natureza conjuntural, já que estão associados à capacidade de resistência a choques e fatores desestabilizadores, no curto prazo, conforme a definição de Filgueiras e Gonçalves (2007).

Gráfico 1

#### Evolução trimestral da dívida externa bruta e líquida em relação ao PIB



Fonte: BCB. Elaboração própria.

A dívida externa bruta (DE.bruta) compreende a dívida externa bruta do setor público não financeiro e no Banco Central do Brasil (BCB). A dívida externa líquida (DE.líquida) é a dívida externa bruta descontada das aplicações em moeda estrangeira e das reservas internacionais, pois estas também são vistas como aplicações já que o BCB está incluso<sup>2</sup>.

A relação da dívida externa bruta (DE.bruta) com o produto interno bruto (PIB) e a relação da dívida externa líquida (DE.líquida) com o PIB medem, respectivamente, o grau de

<sup>2</sup>Disponível em: <http://www.camara.gov.br/internet/diretoria/caeat/conteudo/Conceitos%20Relevantes.pdf>  
Acesso em 25 de outubro de 2018.

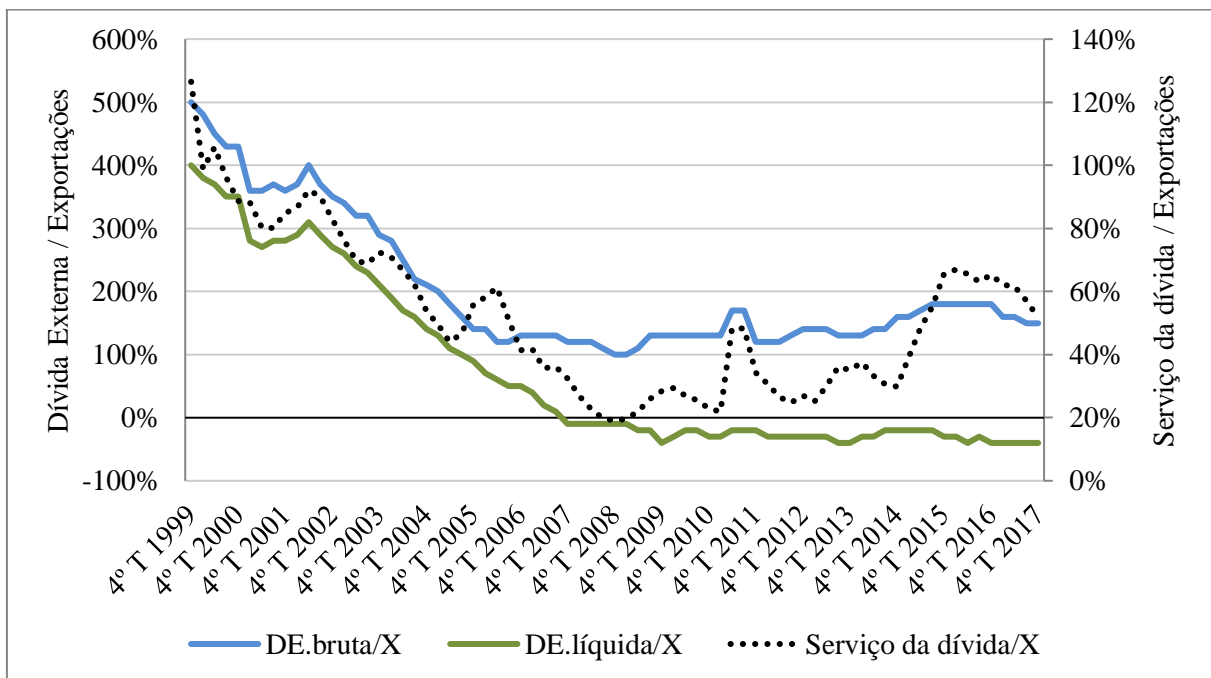
comprometimento das riquezas produzidas (nos últimos 12 meses) com a dívida externa total e com a dívida externa líquida.<sup>3</sup>

O gráfico 1 mostra que ambos os indicadores apresentam queda do final de 1999 até o primeiro trimestre de 2001, momento no qual voltam a crescer até 2003 e atingem seus maiores valores na série (42% para o endividamento bruto e 33% para o endividamento líquido). Todavia, a partir de então, os dois indicadores desenharam uma trajetória de queda acentuada.

O indicador DE.bruta/PIB diminuiu até o 4º trimestre de 2008 (12%), momento em que atinge o seu menor valor na série e se mantém entre 10% e 20% até o final de 2017. Por outro lado, o indicador DE.líquida/PIB continua em queda, ultrapassando a “barreira” dos 0% pela primeira vez no quarto trimestre de 2007 e atingindo (-4%) , no final de 2009, seu menor valor na série. O indicador permanece então entre os (-4%) e 0% até o final de 2017.

Gráfico 2

**Evolução trimestral da dívida externa bruta, dívida externa líquida e serviço da dívida em relação às exportações**



Fonte: BCB. Elaboração própria

Apesar da relação da dívida externa com o PIB representar um indicador bastante comum e importante, é oportuno dizer que o PIB não gera divisas para o pagamento da dívida e seu serviço. Portanto, indicadores de vulnerabilidade externa mais fiéis à condição de

<sup>3</sup>Tanto as estatísticas de dívida externa quanto o PIB, nesse caso, estão mensurados em dólares norte-americanos.

solvência seriam aqueles que se relacionassem com as exportações (X), por exemplo, como os representados no gráfico 2.

O gráfico 2 mostra que ambos os indicadores de dívida em relação às exportações apresentam queda acentuada, desde o final de 1999. Da mesma maneira, o indicador de serviço da dívida (juros e amortizações) em relação às exportações também desenha uma tendência de queda, porém com instabilidades ao longo da trajetória. Esse movimento é fruto de um bom desempenho exportador, que agregou superávit comercial, e também da redução da dívida externa.

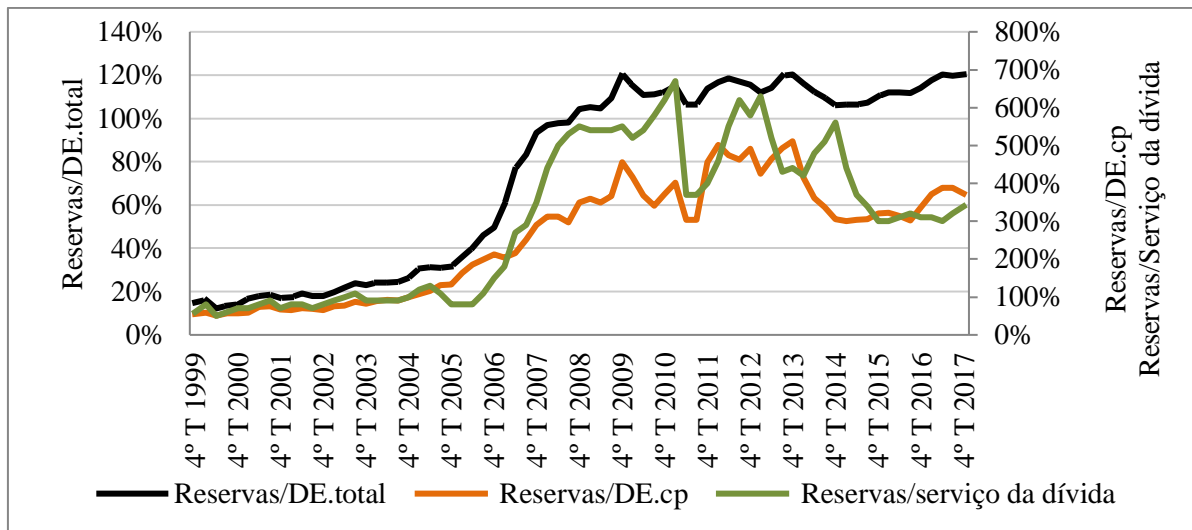
Em relação aos indicadores da dívida, o quarto trimestre de 1999 inaugura a série com o maior valor para ambos, isto é, 500% para o endividamento bruto e 400% para o endividamento líquido em proporção das exportações. O indicador DE.bruta/X declina até o início de 2009, quando apresenta seu menor valor na série (100%) e se mantém relativamente estável entre esse patamar e 180% até o final de 2017. Por outro lado, o indicador DE.líquida/X vai mais além, no final de 2009, apresenta seu menor valor (-40%). A partir de então, oscila entre este piso e (-20%), terminando a série com os próprios (-40%).

Em relação ao indicador do serviço da dívida/exportações, inicia-se como maior valor já no quarto trimestre de 1999 (127%) e observa-se uma tendência de queda até o quarto trimestre de 2008, quando atinge seu piso de 19%, num movimento instável de altas e baixas. A partir de então, volta a crescer, num movimento igualmente oscilante, até o primeiro trimestre de 2016 (67%), e então torna a cair, terminando a série com 52%.



Gráfico 3

**Evolução trimestral da relação das reservas com a dívida externa total, com a dívida externa de curto prazo e com o serviço da dívida**



Fonte: BCB. Elaboração própria

Os indicadores de reservas (liquidez) em relação à dívida externa e seus encargos também são indicadores de solvência do país, mostrando o quanto aquelas são capazes de fazer frente a esta. Quando relacionada com a dívida externa de curto prazo (por vencimento residual)<sup>4</sup>, as reservas assumem um papel ainda mais importante pois o endividamento de curto prazo exerce maior pressão nas reservas dado seu potencial de desencadear uma crise econômica.

Observa-se que todos os indicadores terminam a série muito melhor do que iniciam. O indicador Reservas/DE.total apresenta tendência de crescimento até o quarto trimestre de 2009, ao atingir seu maior valor (121%), e se mantém estável sempre acima de 105% desde então, terminando com 120%. O indicador Reservas/DE.cp tem trajetória ascendente até o final de 2009 (455%), quando declina fortemente até o terceiro trimestre de 2011 (303%), mas se recupera e atinge seu maior valor no quarto trimestre de 2013 (511%). Deste ponto em diante, apresenta queda e termina a série com 372%.

O indicador Reservas/Serviço da dívida cresce exponencialmente até o primeiro trimestre de 2011, quando atinge seu limite superior (670%), mas sofre uma grande pancada durante este ano de 300 pontos percentuais. Um ano depois, se recupera e vai a 630%, porém sofrendo outra grande pancada até o final da série, terminando com 372%.

<sup>4</sup>A dívida externa de curto prazo por vencimento residual comporta a dívida externa de curto prazo e a dívida de longo prazo (ambas por vencimento original) com maturidade de até 12 meses.

Portanto, observa-se uma melhora conjuntural a partir da avaliação dos oito indicadores apresentados nesta seção, reduzindo a vulnerabilidade externa conjuntural da economia brasileira nessa esfera. As bases desse progresso estão no bom desempenho exportador, de redução da dívida externa e no ganho extraordinário de reservas ao longo dos últimos anos.

## **2.2 Esfera produtivo-tecnológica**

Esta seção apresentará estatísticas voltas especificamente para a vertente estrutural da vulnerabilidade externa da economia brasileira, especialmente a partir dos dados do comércio de produtos da indústria de transformação intensivos em tecnologia entre 1999 e 2017.

Segundo o Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços (MDIC), a metodologia utilizada para a definição<sup>5</sup> da intensidade tecnológica segue as diretrizes da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Assim, os produtos da indústria de transformação são divididos, segundo o grupo de intensidade tecnológica, entre produtos de baixa tecnologia, média-baixa tecnologia, média-alta tecnologia e alta tecnologia. Os demais produtos não classificados na indústria de transformação (n.c.i.t)<sup>6</sup> são chamados de produtos não industriais.

---

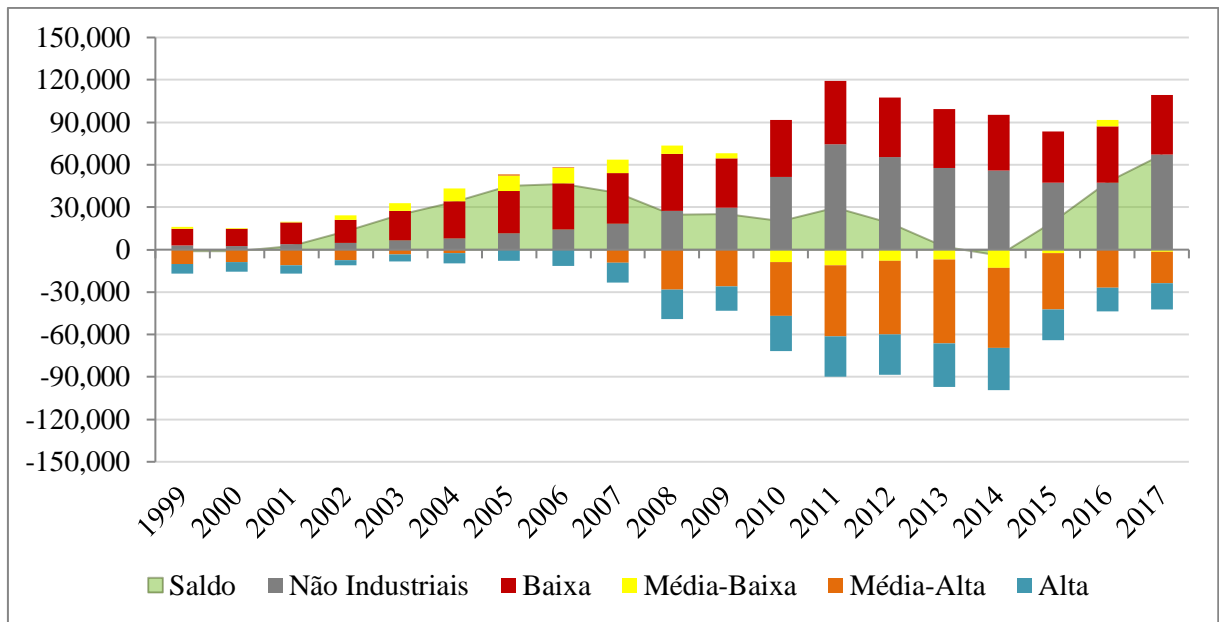
<sup>5</sup> Disponível em: [http://www.mdic.gov.br/balanca/metodologia/Nota\\_ISIC.pdf](http://www.mdic.gov.br/balanca/metodologia/Nota_ISIC.pdf). Acesso em 01 de novembro de 2018.

<sup>6</sup> Agricultura, pecuária, produção florestal, pesca e aquíicultura; Indústrias extrativas; Eletricidade e gás; Produtos de outras atividades, desperdícios e não alocados. Disponível em: [http://www.mdic.gov.br/balanca/metodologia/Nota\\_ISIC.pdf](http://www.mdic.gov.br/balanca/metodologia/Nota_ISIC.pdf). Acesso em 01 de novembro de 2018.

Gráfico 4

**Evolução anual do saldo comercial geral e do saldo comercial por intensidade tecnológica**

(Em US\$ milhões)



Fonte: MDIC. Elaboração própria

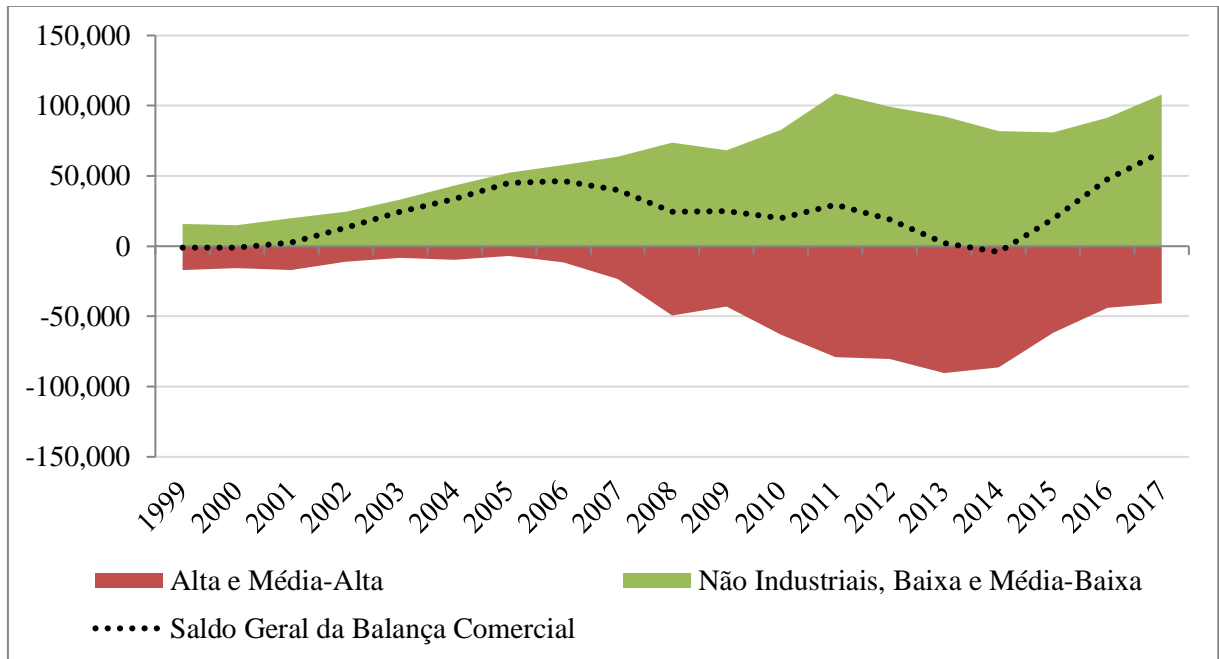
O Gráfico 4 mostra como se comportou o saldo do comércio externo brasileiro e a contribuição de cada grupo por intensidade tecnológica para tal. Observa-se que os produtos não-industriais e industriais de baixa tecnologia têm a maior participação positiva para o saldo geral durante toda a série.

Por outro lado, os produtos mais intensivos, isto é, de média-alta e alta tecnologia contribuíram negativamente para o saldo comercial. Enquanto esta categoria foi deficitária ao longo de toda a série, aquela só apresentou insignificantes superávits nos anos de 2005 e 2006. Finalmente, os produtos de média-baixa tecnologia apresentaram discreto superávit até 2009 e de 2010 em diante foram deficitários, salvo em 2016, quando houve excedente de US\$ 4,4 bilhões neste grupo.

Gráfico 5

**Evolução anual dos saldos do comércio de produtos de alta e média-alta tecnologia, não industriais e industriais de baixa e média-baixa tecnologia e do saldo geral da balança comercial.**

(Em US\$ milhões)



Fonte: MDIC. Elaboração própria

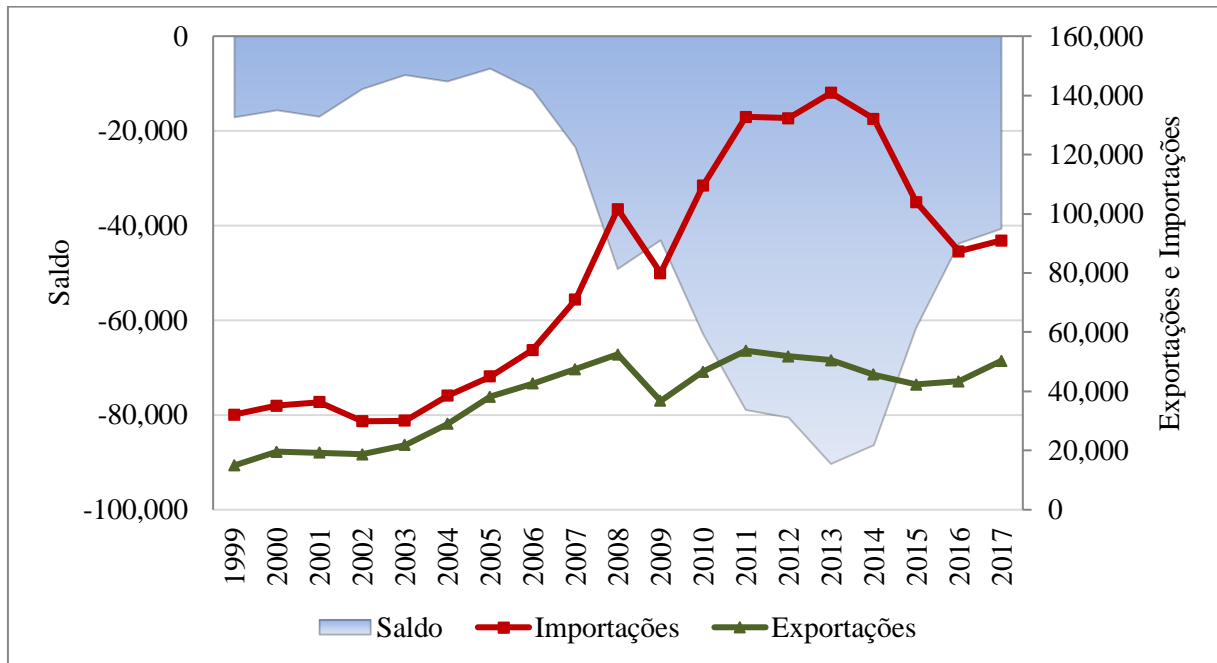
O Gráfico 5 mostra a evolução dos saldos comerciais mais intensivos em tecnologia e menos intensivos em tecnologia, além do saldo geral da balança comercial brasileira. Nota-se que os produtos menos intensivos em tecnologia apresentaram um expressivo aumento de seu superávit ao longo da série, sofrendo um baque de 2008 pra 2009 – em virtude da crise internacional – e diminuindo seu montante também entre 2011 e 2015. Mas se recuperaram novamente a partir de então, terminando a série com um excedente total de US\$ 107,7 bilhões.

Não obstante, apesar dessa tendência geral de crescimento, o saldo geral da balança comercial foi diminuindo ano a ano por conta do aprofundamento do déficit referente ao comércio de produtos de alta e média-alta tecnologia. Desta forma, o saldo geral, que vinha crescendo até 2006, começa a cair em virtude do aumento do déficit do comércio de produtos mais intensivos em tecnologia até atingir o piso, em 2014, quando foi ligeiramente negativo. Portanto, o comércio de produtos de alta e média-alta tecnologias tornou-se tão oneroso que foi capaz de arrasar o superávit da balança comercial.

Gráfico 6

**Evolução anual das exportações e importações de produtos industriais de média-alta e alta tecnologia e do saldo comercial desses produtos.**

(Em US\$ milhões)



Fonte: MIDC. Elaboração própria.

O gráfico 6 mostra como se comportaram as exportações e importações dos produtos de média-alta e alta tecnologia e o saldo comercial (estas subtraídas daquelas) desses produtos, ano a ano. Observa-se uma trajetória semelhante e próxima das exportações e importações até 2006. A partir de 2007, as importações passam a apresentar um crescimento explosivo (com exceção de 2009 por conta da crise internacional) até 2013, quando atingem o teto e começam a decair desde então.

No entanto, as exportações, a partir de 2007, não acompanharam o ritmo de crescimento das importações e o gráfico 6 é claro ao retratar o descolamento das curvas, acusando um grande aumento no déficit comercial desse grupo de produtos. É importante perceber que a deterioração vem por conta da via importadora, já que a via exportadora se mantém relativamente estável e no mesmo patamar desde 2007. Portanto, a diminuição do déficit, a partir de 2013, ocorre não por conta de uma melhora das exportações de produtos de média-alta e alta tecnologia mas sim por conta de diminuição das importações destes.

Conclui-se que não há uma melhora estrutural naquilo que tange a produção tecnológica brasileira, dado que as exportações de produtos intensivos em tecnologia cresceram de 1999 até 2007 (de US\$ 15 bilhões para US\$ 47 bilhões), mas se mantiveram estáveis desde então. E a importação desses mesmos produtos cresceu 438% entre 1999 e

2013, por exemplo, evidenciando a dependência de fornecedores externos para essa categoria de comércio de produtos. Fica cada vez mais clara a centralidade dos produtos não industriais e industriais de baixa e média-baixa tecnologia na balança comercial brasileira, já que são eles os responsáveis pelos superávits nela encontrados, ou seja, a estrutura produtivo-tecnológica é a mesma, sem grandes alterações.

## 2.3 Esfera Comercial

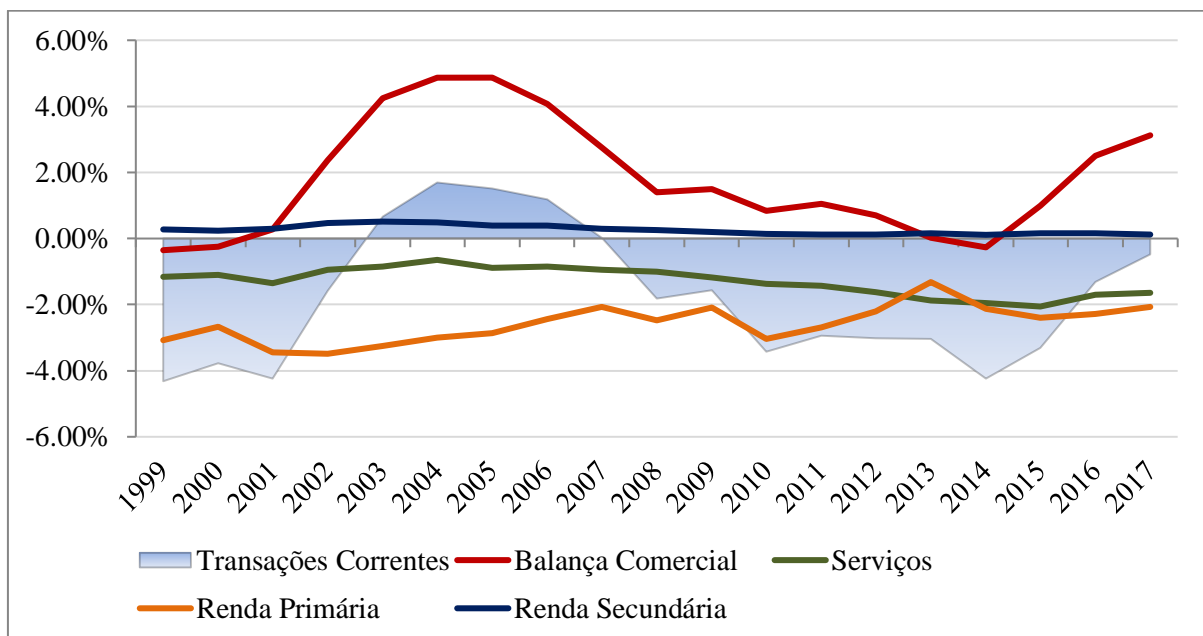
Esta seção, ao contrário das anteriores, será subdividida em duas subseções: uma para os indicadores de vulnerabilidade externa conjuntural e outra para indicadores de vulnerabilidade externa estrutural.

### 2.3.1 Indicadores Conjunturais

O Gráfico 7 mostra o saldo em transações correntes (TC) e seus componentes (Balança Comercial de bens, Serviços, Renda Primária e Renda secundária<sup>7</sup>) cujo resultado é o somatório dos mesmos. Tanto o resultado da conta corrente, como seus componentes estão apresentados como uma proporção do PIB.

Gráfico 7

**Evolução anual do saldo em transações correntes, na balança comercial, nos serviços e nas rendas primária e secundária**  
(Em % do PIB)



Fonte: BCB. Elaboração própria

<sup>7</sup> Termo atualizado conforme a nova metodologia BPM6 no balanço de pagamentos, equivalente às transferências unilaterais na metodologia BPM5. Para maiores informações sobre o tema e sobre a metodologia BPM6, consultar a “nota metodológica nº 2 – transações correntes” do BCB, de abril de 2015. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/nm2bpm6p.pdf>. Acesso em 07 de novembro de 2018.

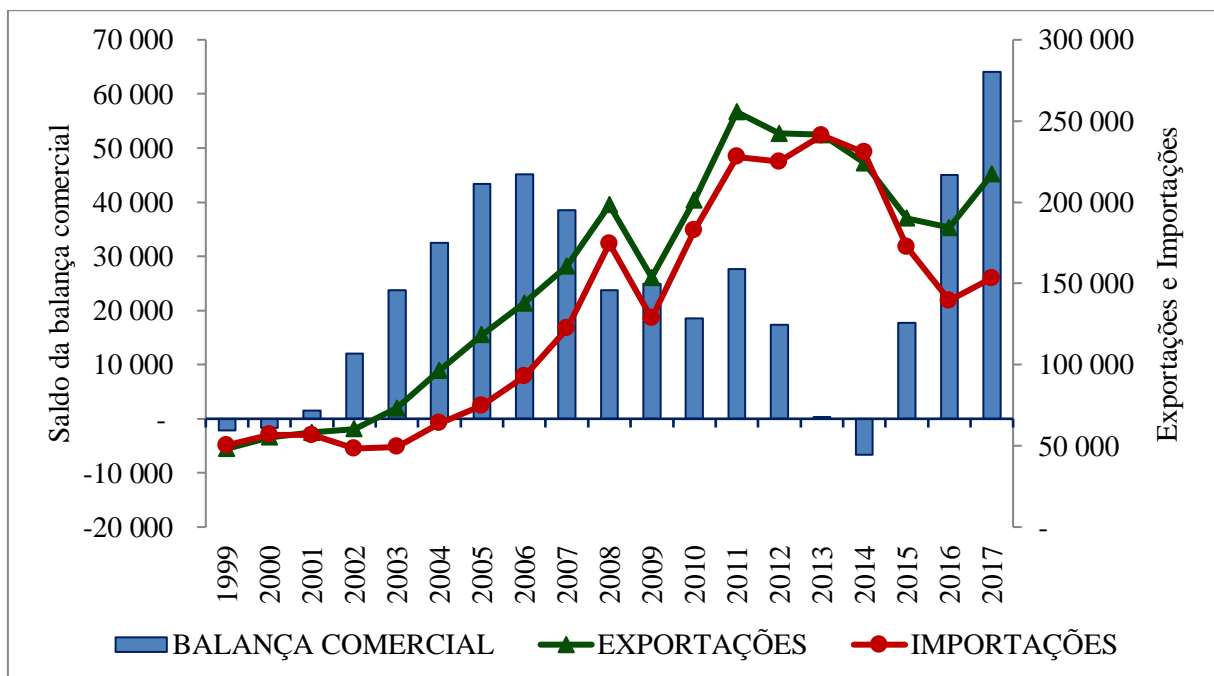
Observa-se que as transações correntes do balanço de pagamentos brasileiro são tradicionalmente deficitárias. O histórico dessa rubrica costuma refletir resultados negativos por conta do comportamento das balanças de renda primária e de serviços, sistematicamente deficitárias.

Apesar do rombo sistêmico de serviços e renda primária, observa-se um salto significativo do saldo comercial entre os períodos 1999-2002 e 2003-2006, aumentando em mais de 14 vezes seu valor (de US\$ 2,5 bi para US\$ 36,2 bi). Assim, entre 2003 e 2007<sup>8</sup>, a conta corrente registrou, por cinco anos consecutivos, superávits incríveis na série histórica do BP, algo jamais observado até então.

No entanto, por mais que os Serviços apresentem uma tendência geral de queda e a renda primária trace uma trajetória ascendente, sugerindo uma melhora no déficit crônico, o saldo comercial começa a cair a partir de 2006 até 2014, quando atinge seu piso deficitário de US\$ 6,6 bilhões. Então, como o movimento de queda do comércio de bens é muito mais forte que a ligeira melhora da renda primária, as transações correntes voltam a sua condição tradicional de déficit até o final da série.

Gráfico 8

**Evolução anual das exportações e importações de bens e do saldo da balança comercial**  
(Em US\$ milhões)



Fonte: BCB. Elaboração própria

<sup>8</sup>Em 2007, a renda secundária foi necessária para complementar o superávit comercial e fazer frente ao déficit crônico.

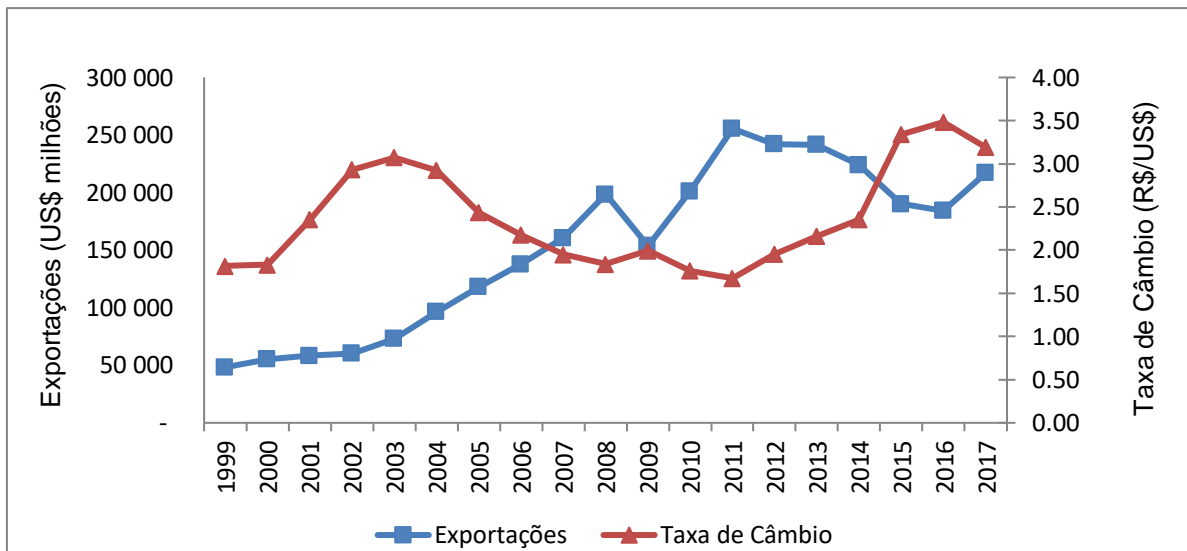
O gráfico 8 mostra a evolução anual da balança comercial de bens cujo resultado é dado pela diferença entre as exportações e importações de bens, também evidenciadas na figura. Apesar do comportamento parecido entre essas duas últimas variáveis, as exportações passaram a apresentar um crescimento mais significativo a partir de 2002 – ainda singelo neste ano – e, gradualmente, foram capazes de abrir uma forte diferença frente às importações, garantindo<sup>9</sup> o superávit comercial.

A desvalorização do real, devido à crise que pôs fim à âncora cambial (1999), teve um efeito muito modesto em relação à expansão das exportações, sendo que a melhora das condições de preço e demanda externa é que, de fato, deram fôlego à balança comercial.

Gráfico 9

**Evolução anual das exportações brasileiras e da taxa de câmbio**

(Em US\$ milhões e R\$/US\$)



Fonte: BCB. Elaboração própria

A partir do gráfico 9, é possível observar que a desvalorização da moeda brasileira, até 2003, abriu margem pequena para a expansão das exportações. A taxa de câmbio sai de um patamar de 1,82 R\$/US\$ (1999) e vai para 3,07 R\$/US\$ (2003). A desvalorização é ainda mais evidente quando se inclui no cálculo o ano de 1998 (1,16 R\$/US\$), totalizando mais de 160%.

No entanto, em 2004, a tendência de alta da taxa de câmbio é revertida até 2011 (o câmbio passou de 3,07 R\$/US\$, em 2003, para 1,67 R\$/US\$, em 2011). Seria intuitivo supor

<sup>9</sup> Exceto no início da série, nos anos de 1999 e 2000, e perto do final, em 2014, quando ocorre a recessão brasileira.

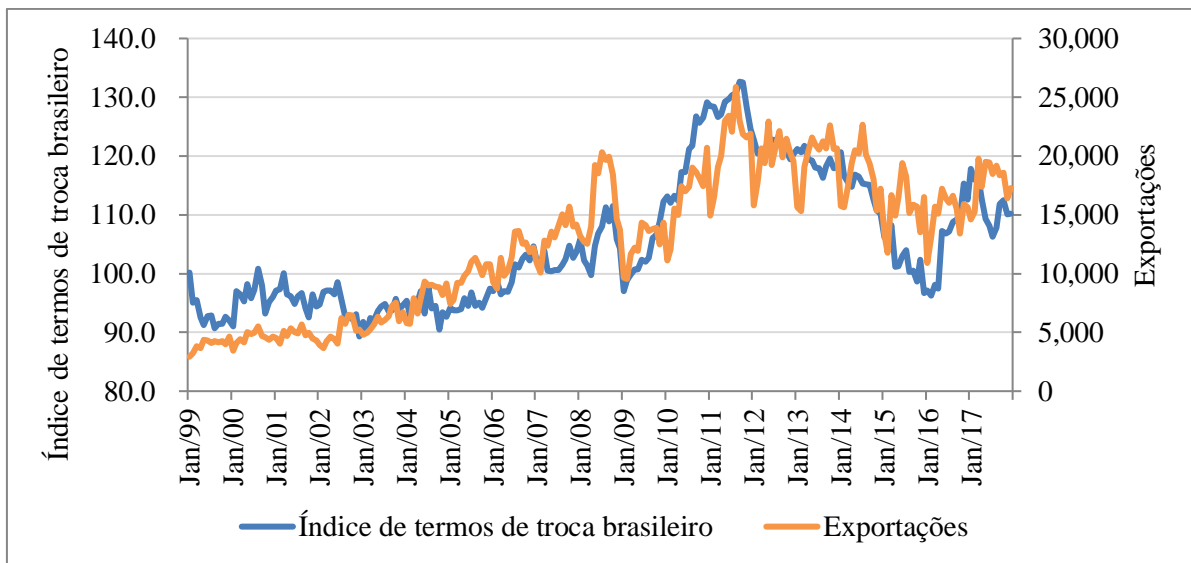


que as exportações sofreriam com essa brusca queda de aproximadamente 45% da taxa de câmbio e a deterioração das transações correntes seria eminente. Não obstante, apesar da valorização do real entre 2003 e 2011, as exportações apresentaram crescimento ano após ano – com exceção apenas de 2009, quando as houve queda devido à crise de 2008. A razão para tal comportamento é a própria natureza de expansão das exportações de commodities que não se relacionam fortemente com a trajetória do câmbio.

Gráfico 10

**Evolução mensal das exportações brasileiras e do índice de termos de troca brasileiro.**

(Em US\$ milhões e base do índice 2006 = 100)

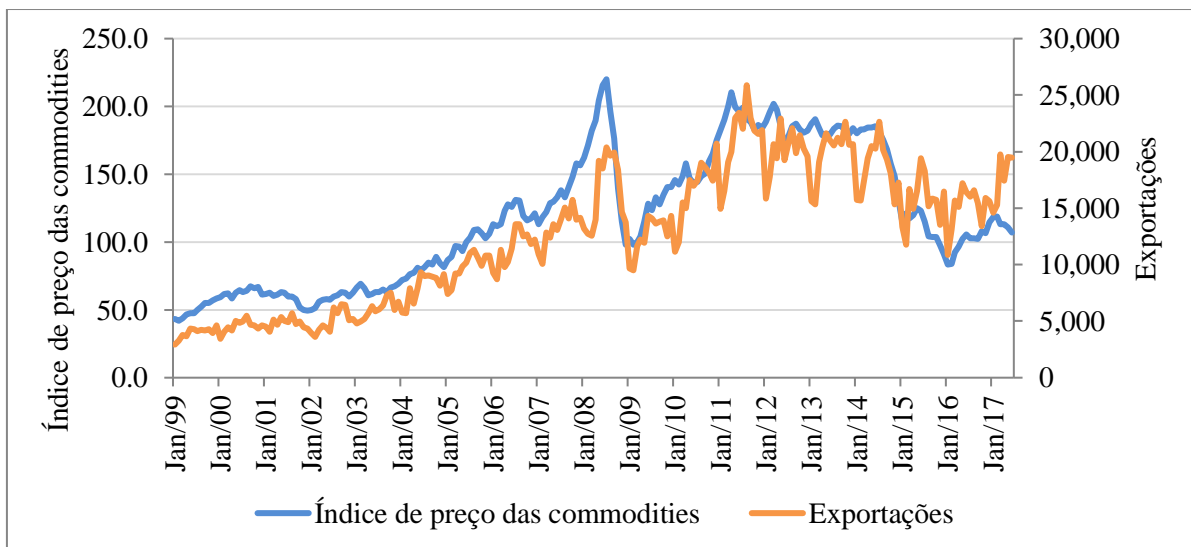


Fonte: Índice de termos de troca da FUNCEX a partir de dados da SECEX/MDIC e exportações do BCB. Elaboração própria.

Gráfico 11

**Evolução mensal das exportações brasileiras e do índice de preço internacional das commodities.**

(Em US\$ milhões e base do índice 2005 = 100)



Fonte: Índice de preço das commodities do FMI e exportações do BCB. Elaboração própria.

Os gráficos 10 e 11 representam a razão da incongruência entre as trajetórias do câmbio e das exportações. A melhora experimentada pelos termos de troca foi até 2011, quando sua trajetória se reverteu e o mesmo pode-se dizer a respeito do índice de preços internacionais das commodities, que aumentou até o referido ano e a partir de então começou a cair.

Portanto, há uma irrefutável correlação entre a trajetória das exportações brasileiras e os índices apresentados nos gráficos 10 e 11, de tal forma que, enquanto os índices apresentam trajetória ascendente, as exportações os acompanham. Por outro lado, quando a trajetória é descendente, as exportações também caem. Esta correlação não só explica o crescimento das exportações a despeito da apreciação cambial, mas também indica um movimento de “reprimarização” da pauta exportadora, cujo desempenho se tornou dependente do ciclo de preços internacionais, especialmente dos preços das commodities.

Portanto, a conjuntura internacional favorável melhorou a vulnerabilidade externa, especialmente entre 2003 e 2007, ao favorecer expressivamente as exportações brasileiras, gerando amplos superávits comerciais, que cobriram o rombo crônico de serviços e renda primária. Por outro lado, a reprimarização da pauta exportadora indica uma permanência do então padrão de comércio externo, sem mudanças que poderiam diminuir a vulnerabilidade externa em seu sentido estrutural e se mantendo dependente dos ciclos internacionais.

### **2.3.2 Indicadores estruturais**

O gráfico 12 mostra a participação, em termos percentuais, dos produtos básicos, semimanufaturados e manufaturados no total das exportações brasileiras. O MDIC classifica os produtos comercializados como básicos ou industrializados – sendo estes últimos subdivididos entre semimanufaturados (aqueles que não estão em sua forma definitiva de uso) e manufaturados (aqueles que passaram pelo processo completo de substantiva transformação) – a fim de mensurar o grau de elaboração do comércio exterior brasileiro<sup>10</sup>.

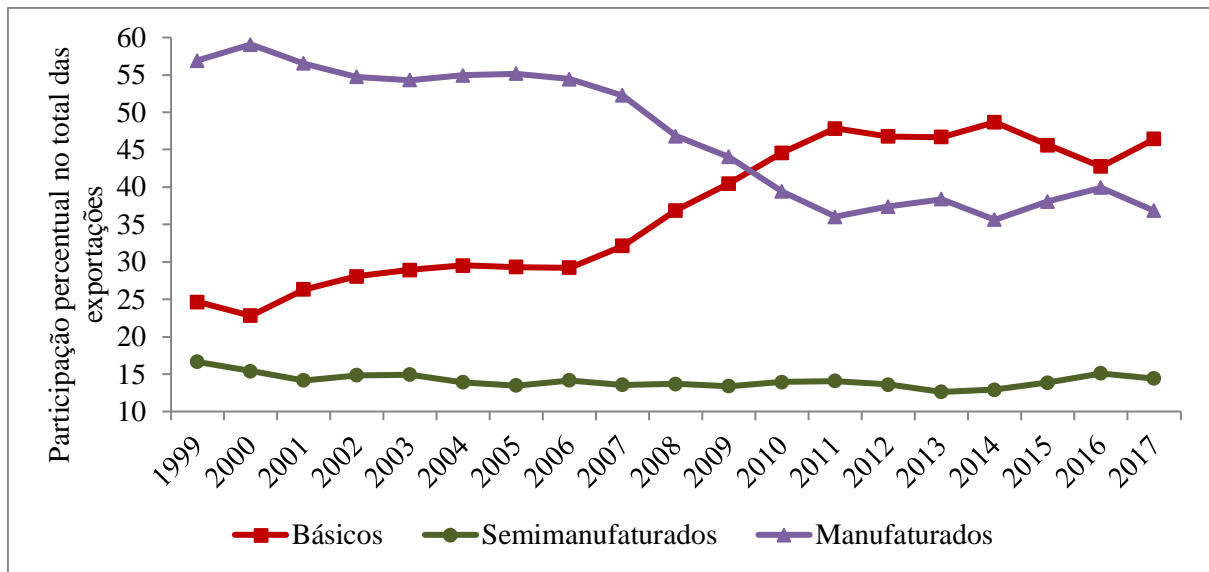
---

<sup>10</sup> Para maiores informações, consultar a definição oficial disponível em: [http://www.mdic.gov.br/balanca/metodologia/FAT\\_CON.txt](http://www.mdic.gov.br/balanca/metodologia/FAT_CON.txt). Acesso em 20 de setembro de 2018.

Gráfico 12

**Evolução anual da participação percentual das exportações por fator agregado.**

(Em percentuais)



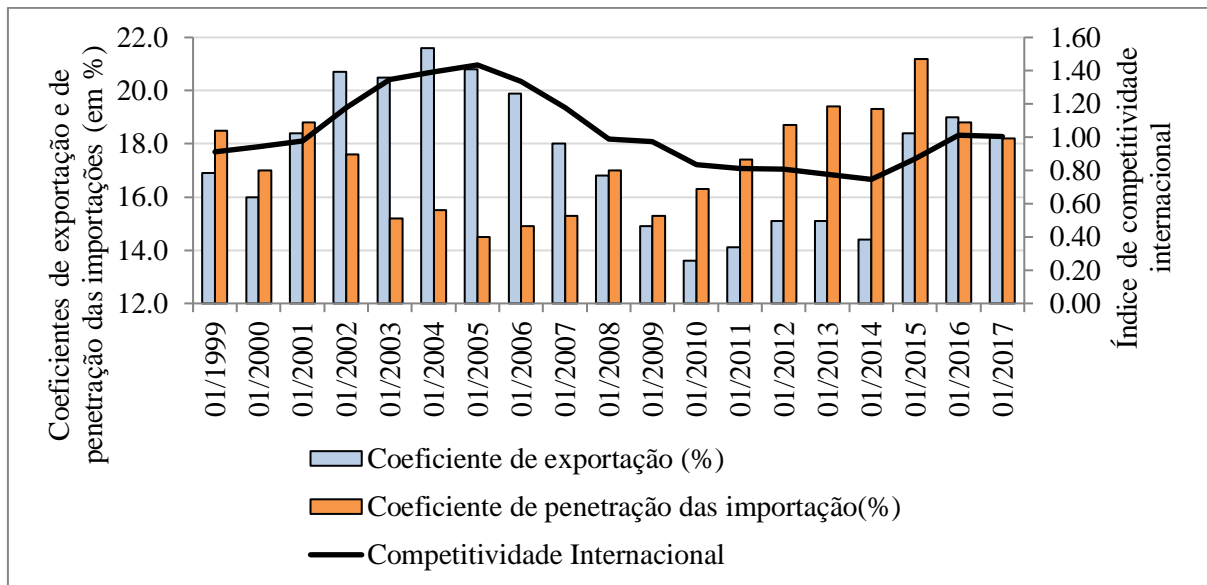
Fonte: MDIC. Elaboração própria.

É intuitivo e visualmente fácil interpretar o gráfico 12. As curvas referentes aos produtos básicos e manufaturados seguem um padrão quase simétrico. Aqueles saem de um patamar de 23% (2000) para 46% (2017) enquanto estes perderam vinte e dois pontos percentuais de participação no mesmo período (de 59% para 37%). Finalmente, os produtos semimanufaturados mantiveram trajetória estável, abrindo a série com 17% (1999) e fechando com 14% (2017).

Portanto, como os produtos básicos dobraram sua participação em 17 anos em detrimento dos produtos manufaturados, há uma clara movimentação no sentido de reprimarização da pauta exportadora. É importante salientar, porém, que as características brasileiras de riquezas naturais, as quais concedem vantagens competitivas e comparativas ao país no cenário externo induzem este cenário. Ou seja, não se deve desprezar fatores exógenos como crescimento da demanda e preços na explicação das tendências da pauta brasileira. A questão central, no entanto, é a negligência sofrida pelo setor industrial de uma maneira tal que o país está se tornando cada vez mais dependente dos ciclos internacionais de preços e liquidez, agravando a vulnerabilidade em seu sentido estrutural.

Gráfico 13

**Evolução anual dos coeficientes de exportação e de penetração das importações e do índice de competitividade internacional, referentes à indústria de transformação, a preços correntes.**  
(Coeficientes em%)



Fonte: CNI. Elaboração própria

O gráfico 13 mostra a evolução anual dos coeficientes de exportação e de penetração das importações, além da competitividade internacional naquilo que se refere à indústria de transformação brasileira (preços correntes), a partir de dados da Confederação Nacional da indústria (CNI). Conforme Levy e Serra (2002), o coeficiente de exportação compreende o valor bruto da produção que é exportado, enquanto o coeficiente de penetração das importações mede a parcela do consumo aparente<sup>11</sup> atendida pelas importações. Por fim, relação entre o primeiro e o segundo coeficiente resulta numa *proxy* da competitividade internacional do país (GONÇALVES, 2012).

Observa-se que o coeficiente de exportação da indústria de transformação apresenta tendência de crescimento até 2004, atingindo quase 22% neste ano. A partir de então, entra em queda até 2010, quando atinge seu piso na série (13,6%), e se recupera desse ponto em diante, finalizando a série com 18%. O coeficiente de penetração das importações se manteve relativamente estável no período 1999-2002, momento no qual começou a cair até 2005, atingindo o piso de 14,5%. A partir daí apresentou tendência de alta até 2015, quando bate no teto (21%) e é freado nos dois anos subsequentes.

<sup>11</sup>O consumo aparente dos bens industriais é definido pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) como “a produção industrial interna líquida das exportações acrescida das importações”. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2018/09/17/demanda-interna-por-bens-industriais-recua-06-em-julho/>. Acesso em 13 de novembro de 2018.

Logo, a competitividade internacional cresce até 2005, por conta do duplo efeito de aumento do coeficiente de exportações com diminuição do coeficiente de penetração das importações e, então, cai até 2014 por conta da reversão deste efeito. Em 2015, apesar do alto coeficiente das importações, o coeficiente de exportações voltou a crescer, fazendo com que a competitividade internacional pudesse retomar o crescimento, mas foi freada em 2016 e assim se manteve em 2017.

Conclui-se que os ganhos de competitividade obtidos até 2005, foram perdidos nos anos seguintes (a competitividade, em 2017, retornou aos níveis de 1999) por conta, principalmente, do aumento do coeficiente de penetração das importações (de 14,5%, em 2005, para 21%, em 2015, e 18,2%, em 2017), evidenciando um processo de dessubstituição de importações (GONÇALVES, 2012). Portanto, a vulnerabilidade externa se agrava em seu sentido estrutural na medida em que o país se torna mais dependente das importações no que se refere aos bens produzidos pela indústria de transformação e não ampliou seus mercados internacionais para os mesmo produtos.

## **CAPÍTULO III – A VULNERABILIDADE MELHORADA PELO PERFIL DOS ESTOQUES: “DESDOLARIZAÇÃO” DO PASSIVO EXTERNO**

A avaliação dos indicadores de vulnerabilidade externa até então apresentados mostrou uma melhora conjuntural e piora estrutural desta variável. No entanto, conforme Biancarelli *et al* (2017), como o Brasil não pareceu apresentar grandes problemas para financiar os sucessivos déficits correntes, a discussão sobre a sustentabilidade se transfere da esfera dos fluxos para a dos estoques.

Argumenta-se que o país vive uma “nova realidade” proporcionada pelas mudanças ocorridas nos estoques de ativos e principalmente de passivos externos, cuja centralidade está na “desdolarização” dessas obrigações.

### **3.1 Conceitualização**

#### **3.1.1 Posição Internacional de Investimento (PII)**

As relações da dívida externa com o PIB e com as exportações (gráficos 1 e 2) apresentaram queda acentuada; A relação das reservas com a dívida externa (gráfico 3) apresentou uma melhora significativa. Logo, não há dúvida de que há uma melhora conjuntural desses indicadores, especialmente em relação ao último que, por mostrar um valor das reservas superior à dívida externa, tornou o Brasil um credor líquido externo (BIANCARELLI, 2016).

No entanto, os compromissos externos de um país podem assumir outras faces além da dívida externa. Essas obrigações, tanto no balanço de pagamentos (fluxos) quanto na posição internacional de investimentos (estoques), referem-se ao passivo externo bruto (PEB). A Posição Internacional de Investimento (quadro 1) é dada pelo resultado líquido da comparação entre os ativos e passivos externos do país.

O PEB é subdividido em investimento externo direto (IED) no país, investimentos em carteira, derivativos e outros investimentos, conforme o quadro 1. A dívida externa é composta apenas, segundo Biancarelli (2016), pela rubrica “outros investimentos” somados aos títulos de renda fixa registrados nos passivos de carteira. Por fim, o ativo externo (AE) se divide nas mesmas categorias dos passivos, além das reservas internacionais.

Quadro 1  
Posição Internacional de Investimento (PII)

Ativo Externo	Passivo Externo Bruto
<p><b>Investimento direto no exterior</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Participação no capital</li> <li>• Operações intercompanhia</li> </ul> <p><b>Investimentos em carteira</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ações</li> <li>• Títulos de dívida</li> </ul> <p><b>Derivativos financeiros</b></p> <p><b>Outros investimentos</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Moeda e depósitos</li> <li>• Empréstimos</li> <li>• Crédito comercial e adiantamentos</li> <li>• Outros ativos</li> </ul> <p><b>Ativos de reservas</b></p>	<p><b>Investimento externo direto no país</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Participação no capital</li> <li>• Operações intercompanhia</li> </ul> <p><b>Investimentos em carteira</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ações</li> </ul> <p>No país</p> <p>No exterior</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Títulos de dívida</li> </ul> <p>No país</p> <p>No exterior</p> <p><b>Derivativos financeiros</b></p> <p><b>Outros investimentos</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Moeda e depósitos</li> <li>• Empréstimos</li> <li>• Crédito comercial e adiantamentos</li> <li>• Outros passivos</li> <li>• Direitos especiais de saque</li> </ul>

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Assim, o PEB engloba o total de compromissos externos do país, incluindo a própria dívida externa. O passivo externo líquido (PEL) é dado pela diferença entre o PEB e o AE e ilustra a capacidade do ativo externo (em especial, as reservas cambiais) em saldar o total do PEB, isto é, dos compromissos para com o exterior. A partir destes conceitos, subdivide-se o PEB em seu componente de curto prazo (PEBcp) e de longo prazo (PEBlp). (GENTIL e ARAÚJO, 2012)

Essa distinção é importante, pois são as obrigações de curto prazo que majoritariamente pressionam as reservas internacionais e desta forma poderiam desencadear uma crise econômica. Sendo assim, o PEBcp é composto pela dívida externa de curto prazo (DEcp) e pelo investimento em carteira. Vale lembrar que esta modalidade de investimento (ações e títulos de renda fixa) entra nas obrigações de curto prazo por conta de sua natureza volátil, uma vez que os laços entre credores e devedores são relativamente frágeis (BIANCARELLI, 2016; GENTIL e ARAÚJO, 2012).

Assim sendo, um bom indicador de fragilidade financeira externa é dado pela relação entre o passivo externo de curto prazo as reservas internacionais de um dado país. Ao passo que a razão PEBcp / Reservas cresce, aumenta a pressão sobre as reservas cambiais no caso

de uma decisão crítica de não refinanciamento dos compromissos à vencer, podendo desencadear um movimento especulativo (MEDEIROS e SERRANO, 2001).

### 3.1.2 “Desdolarização”

O processo de “desdolarização” ocorre a partir do aumento da participação dos compromissos externos denominados em moeda doméstica (reais) em detrimento dos compromissos externos denominados em moeda estrangeira (dólares) nas estrutura do passivo externo bruto brasileiro.

Assim, consideram-se como denominados em reais os seguintes componentes do PEB: “Participação no capital” (subitem do Investimento direto no país) e as “ações” e “títulos de dívida” que são negociados no país (subitens dos Investimentos em carteira)<sup>12</sup>. Por outro lado, além do estoque de derivativos e das ações e títulos de dívida negociados no exterior, “considera-se, por uma simplificação razoável, que todo o estoque de ‘outros investimentos’ e todos os ‘empréstimos intercompanhia’ estão denominados em moeda estrangeira”<sup>13</sup> (BIANCARELLI *et al*, 2017, p. 20).

## 3.2 Estatísticas referentes ao processo de “desdolarização”

### 3.2.1 Fluxos

As estatísticas apresentadas nesta seção são referentes aos fluxos do balanço de pagamentos naquilo que se refere aos passivos. Desta forma, serão analisados conforme a denominação monetária os passivos dos investimentos estrangeiros diretos (IED) no país e dos investimentos em carteira (ações e títulos de dívida). Como as categorias “outros investimentos” e “derivativos” são denominadas unicamente em dólares, essa distinção não ocorrerá para elas.

Entretanto, a seção termina com uma comparação entre o fluxo em moeda doméstica (somatório entre a “participação no capital” e as ações e títulos de dívida negociados no país) e o fluxo em moeda estrangeira (somatório entre as “operações intercompanhia”, as ações e títulos de dívidas negociados no exterior, os derivativos e os “outros investimentos”).

---

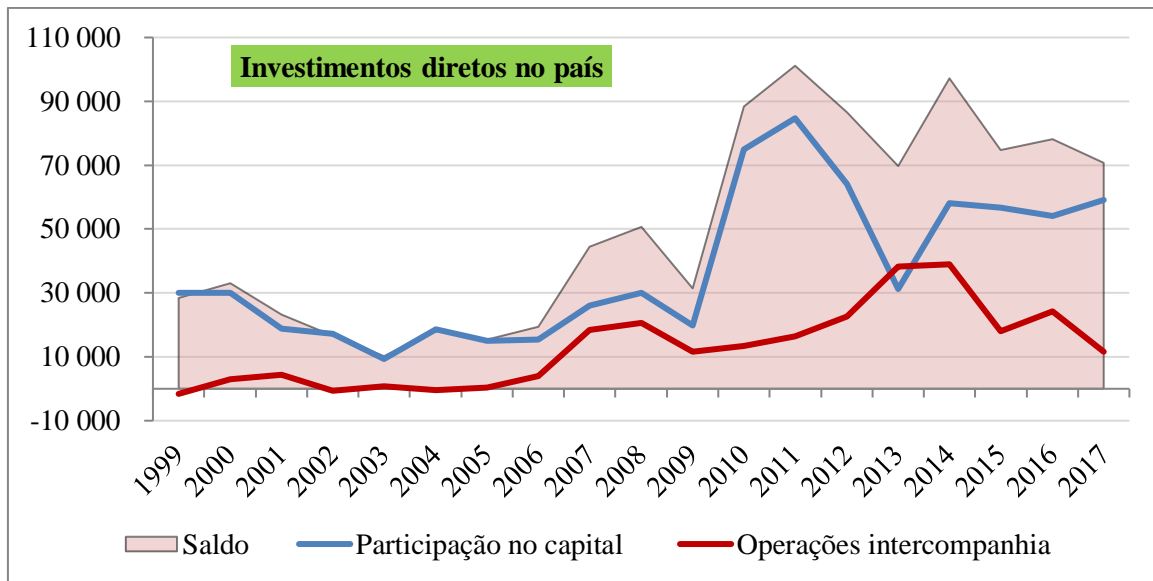
<sup>12</sup> Há, ainda, uma pequena parcela da dívida externa bruta denominada em reais, mas esta será desconsiderada por ser desprezível frente ao seu montante total, assim como outras moedas que a compõem. Assim, assume-se por simplificação que toda a dívida externa é denominada em dólares norte-americanos

<sup>13</sup> Assume-se, por simplificação, que as categorias consideradas como em moeda estrangeira sejam denominadas em dólares, apesar da participação de outras moedas, em escala muito menor, como o Iene e o Euro.



Gráfico 14

**Evolução anual do saldo dos Investimentos diretos no país e seus componentes (Fluxos)**  
(Em US\$ milhões)

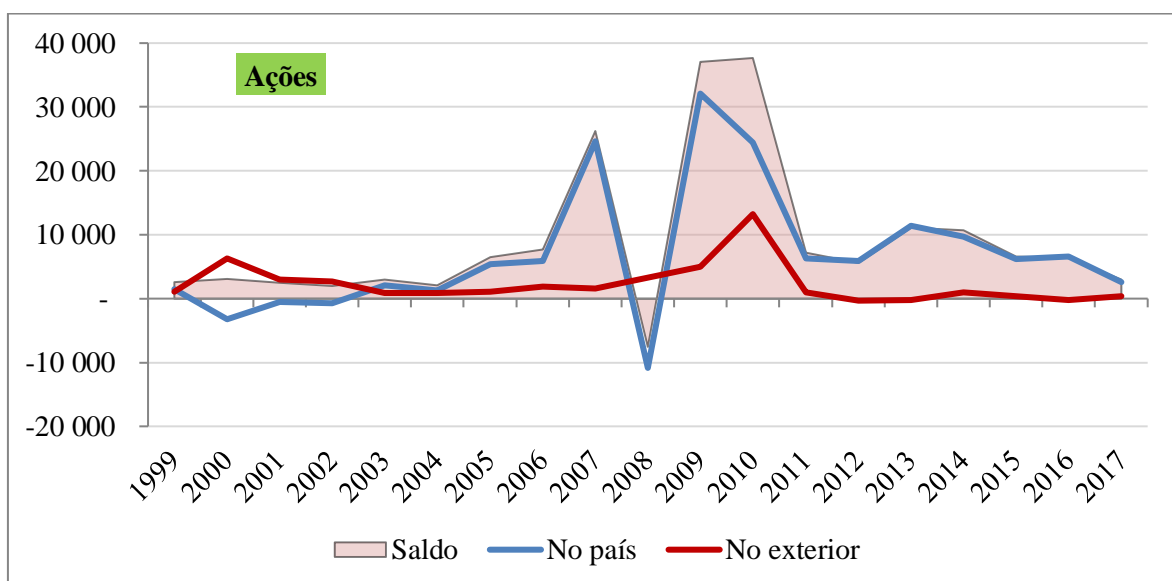


Fonte: BCB. Elaboração própria

O gráfico 14 mostra a evolução anual da “participação no capital” (componente mensurada em reais) e das “operações intercompanhia” (componente mensurada em dólares), que, quando somadas, retratam o saldo dos investimentos diretos no país. Observa-se que a primeira foi superior à segunda em toda a série, exceto em 2013, contribuindo para o processo de “desdolarização” do PEB.

Gráfico 15

**Evolução anual do componente acionário dos investimentos em carteira (Fluxos)**  
(Em US\$ milhões)

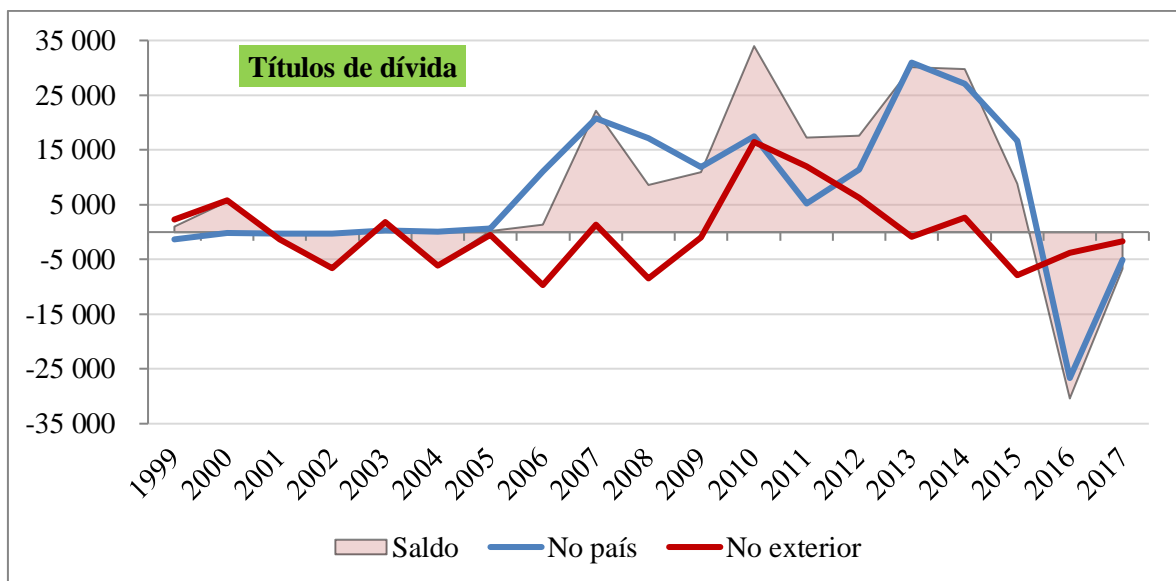


Fonte: BCB. Elaboração própria.

O gráfico 15 mostra a evolução ano a ano das ações negociadas no país (reais) e no exterior (dólares). Entre 2000 e 2007 (período de alta liquidez internacional), enquanto as ações negociadas no país apresentaram bom padrão de comportamento, elevando sua participação, as ações negociadas no exterior caíram. No entanto, com a crise de 2008, houve uma fuga (para a segurança) de capitais no mercado de ações doméstico neste ano. A partir de 2009 já ocorre a retomada da liderança doméstica no mercado acionário.

Gráfico 16

**Evolução anual da componente referente aos títulos de dívida dos investimentos em carteira (Fluxos)**  
(Em US\$ milhões)

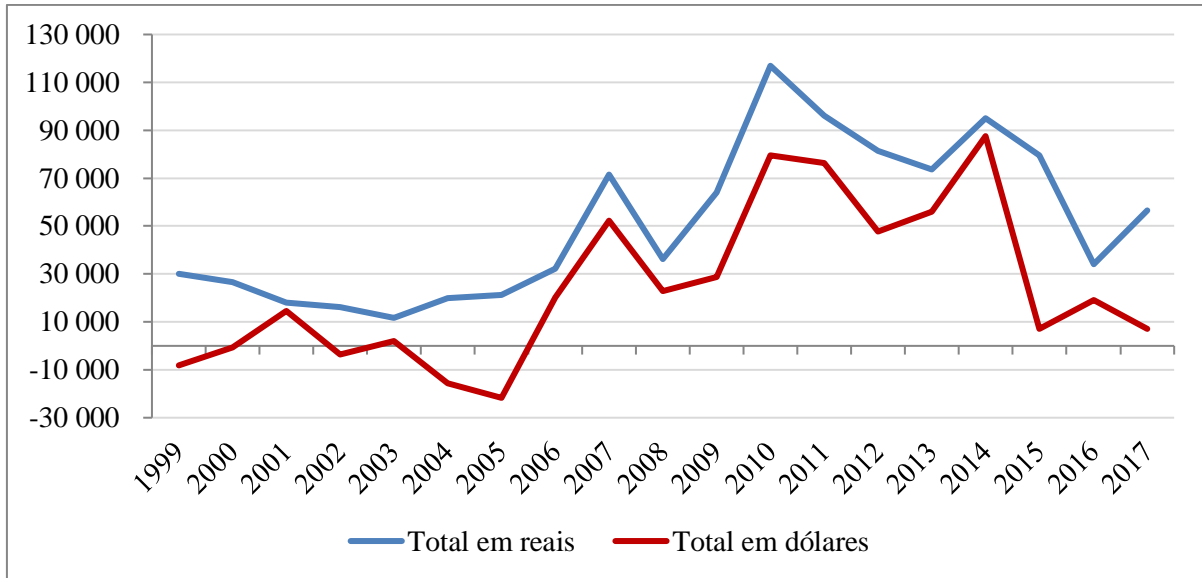


Fonte: BCB. Elaboração própria.

O gráfico 16 mostra a evolução anual dos títulos de dívida negociados no país (reais) e no exterior (dólares), que, quando somados, retratam o saldo geral dessa componente do investimento em carteira. O retrato geral mostra que os títulos de dívida foram importantes para o processo de “desdolarização” uma vez que aqueles denominados em reais foram próximos ou superiores aos denominados em dólares na maior parte da série. E apesar da brusca queda entre 2015 e 2016, os títulos negociados no país já esboçaram reação em 2017.

Gráfico 17

**Evolução anual dos investimentos estrangeiros no país por denominação de moeda (Fluxos)**  
(Em US\$ milhões)



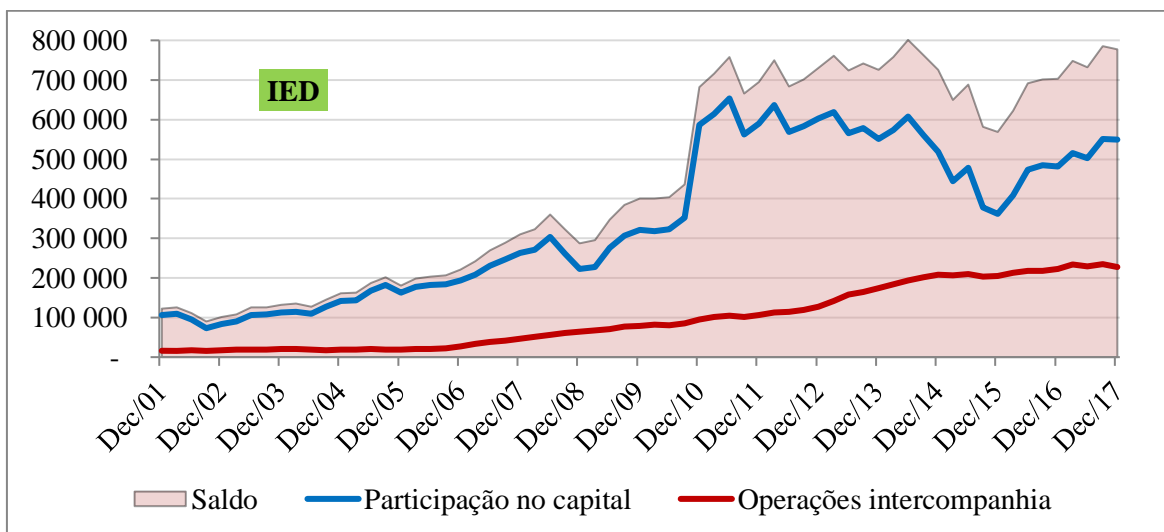
Fonte: BCB. Elaboração própria.

O gráfico 17 trata de todos os investimentos estrangeiros no país (IED, carteira, derivativos e outros investimentos) por denominação monetária, conforme já explicitado anteriormente. Observa-se que o comportamento das curvas é semelhante ao longo da série e, mais importante ainda, a parcela em reais se manteve superior durante todo o período analisado, contribuindo fortemente para a “desdolarização” do passivo externo.

### 3.2.2 Estoques

Gráfico 18

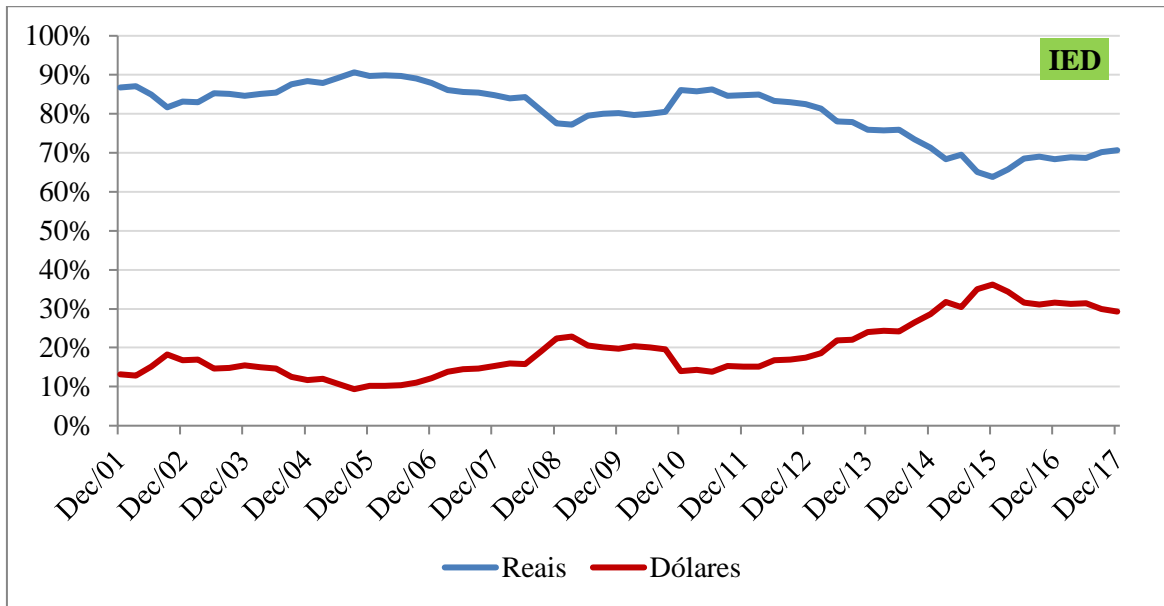
**Evolução trimestral do saldo do estoque de investimento externo direto (IED) no país e suas componentes**  
(Em US\$ milhões)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Gráfico 19

**Evolução trimestral da participação percentual por denominação monetária no estoque de IED.**



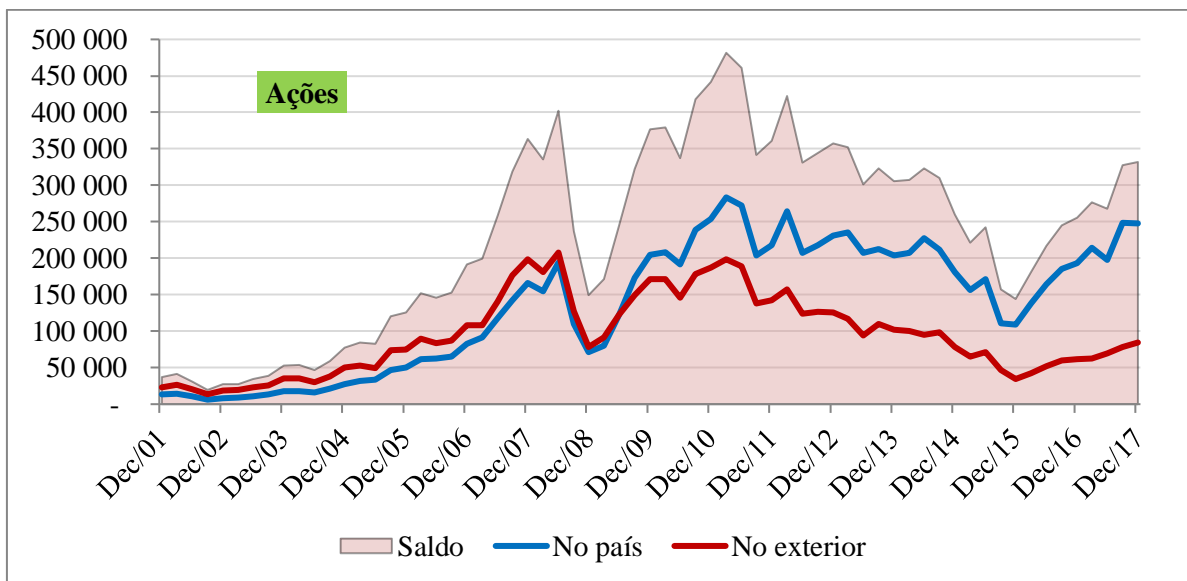
Fonte: BCB. Elaboração própria.

Os gráficos 18 e 19 mostram a predominância da categoria “participação no capital” (denominada em reais) frente às “operações intercompanhia” (denominadas em dólares) no estoque de IED. Assim, o passivo em moeda doméstica se mostrou superior aquele em moeda estrangeira durante todo o período em destaque.

Gráfico 20

**Evolução trimestral do saldo do estoque de ações e suas componentes**

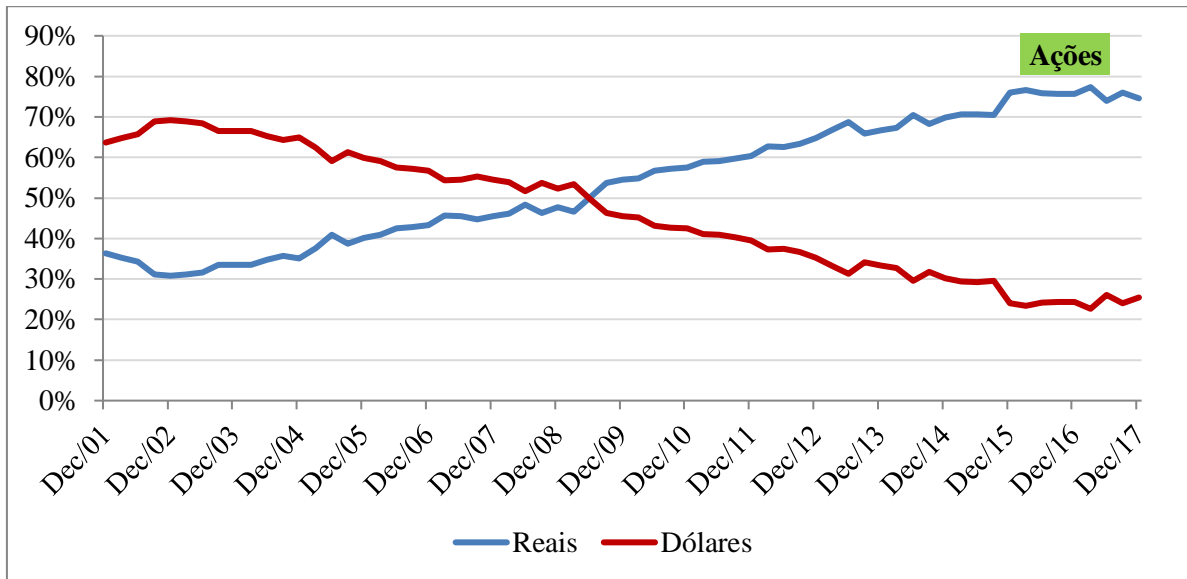
(Em US\$ milhões)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Gráfico 21

**Evolução trimestral da participação percentual por denominação monetária no estoque de ações.**

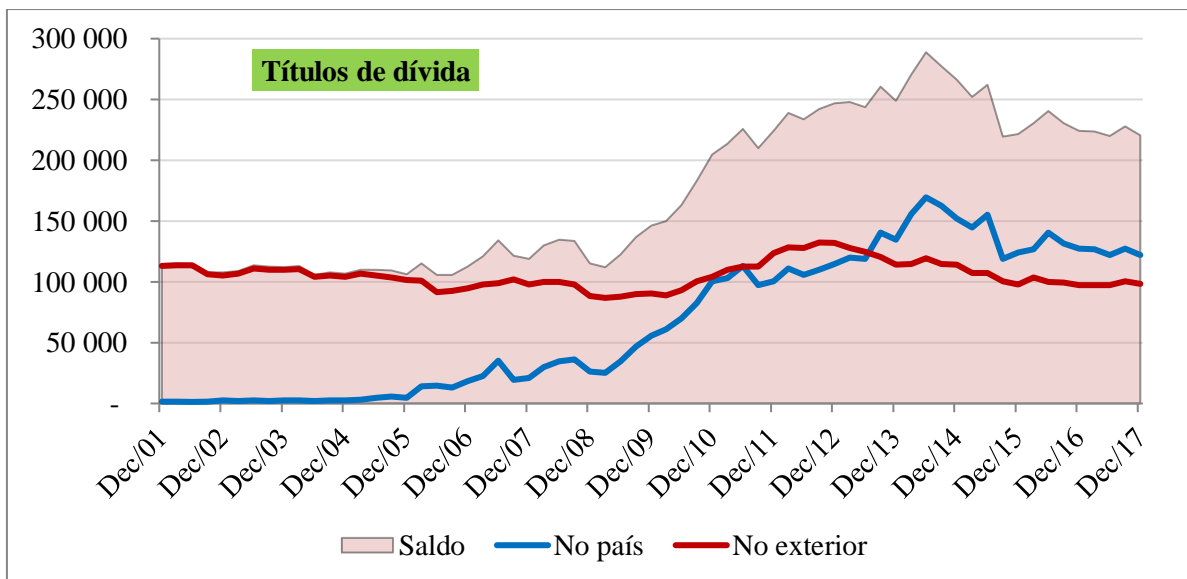


Fonte: BCB. Elaboração própria.

Os gráficos 20 e 21 ilustram o processo de “desdolarização” no estoque de ações do passivo externo brasileiro. No período que antecede a crise, marcado pela ampla liquidez internacional, ambas as componentes elevam seu valor, sendo o total negociado no exterior levemente superior ao negociado no país. Não obstante, é a partir do pós-crise que a parcela em reais cresce de maneira mais acelerada e finalmente supera a parcela dolarizada, finalizando a série com participação de 75%.

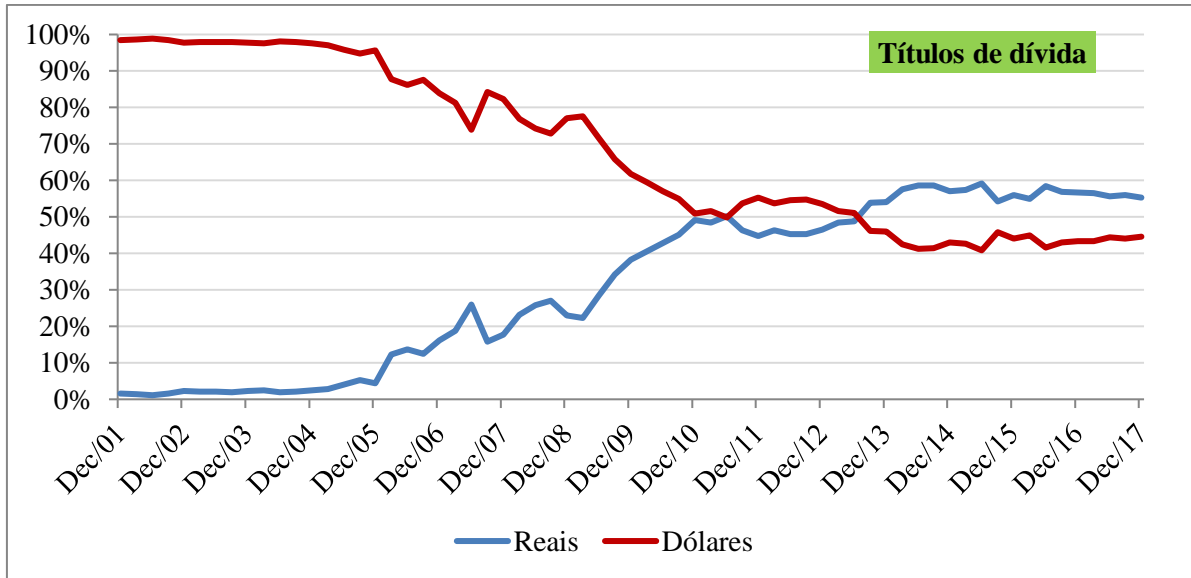
Gráfico 22

**Evolução trimestral do saldo do estoque de títulos da dívida e suas componentes**  
(Em US\$ milhões)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

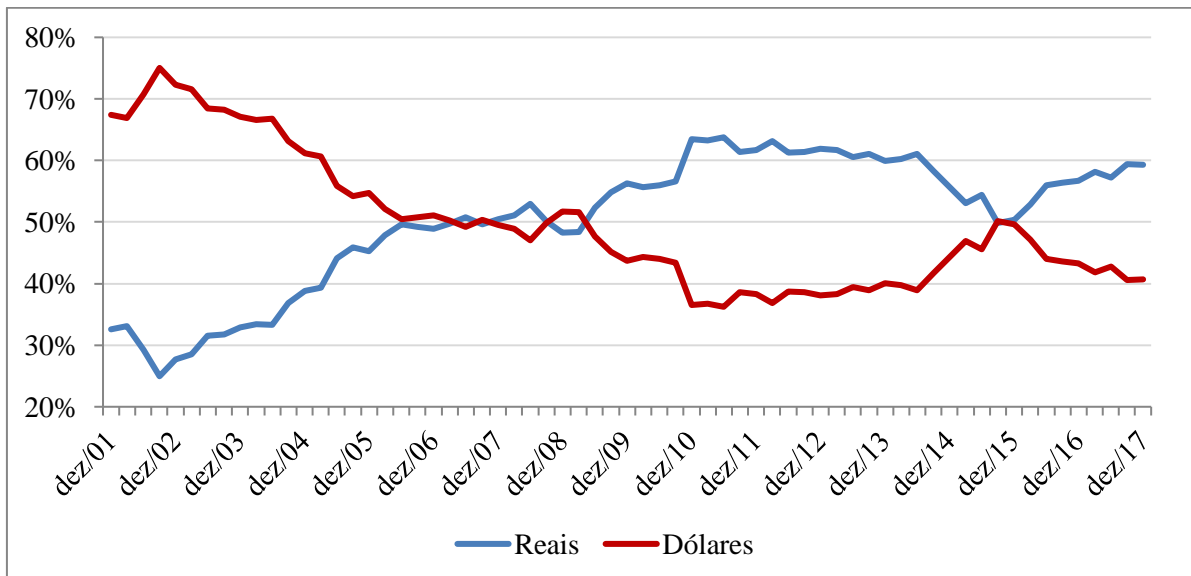
Gráfico 23

**Evolução trimestral da participação percentual por denominação monetária no estoque de títulos da dívida**

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Os gráficos 22 e 23 mostram o processo de “desdolarização” no estoque dos títulos de dívida (renda fixa) do PEB. Enquanto aqueles negociados no exterior não apresentaram uma oscilação significativa, os títulos emitidos no mercado doméstico aceleraram sua participação (especialmente no período pós-crise), saindo de um patamar de 2% (2001), superando a parcela em moeda estrangeira em junho de 2013 e finalizando a série com 55% de participação.

Gráfico 24

**Evolução trimestral do passivo externo brasileiro por denominação monetária (Em percentuais)**

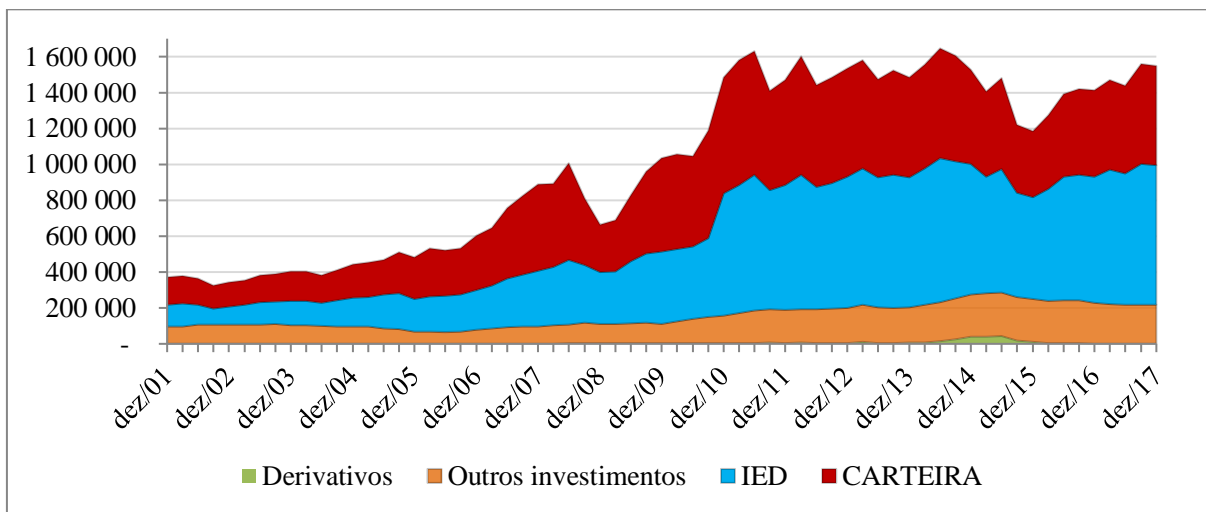
Fonte: BCB. Elaboração própria.

O gráfico 24 ilustra, de maneira geral, o processo de “desdolarização” do passivo externo. A parcela dolarizada do PEB (Operações intercompanhia, passivos de carteira negociados no exterior, derivativos e outros investimentos) diminui até o segundo trimestre de 2011 (36%) e se mantém estável durante três anos, quando começa a subir até o final de 2015 (50%) e então retoma o movimento de queda, fechando a série com 41%. A parcela em moeda doméstica (Participação no capital e passivos de carteira negociados no país) apresenta comportamento simétrico. Esta sai de 25%, no terceiro trimestre de 2002, para 59%, no final de 2017. Portanto, fica claro o padrão de “desdolarização” dos compromissos externos

Gráfico 25

**Evolução trimestral da composição do passivo externo**

(Em US\$ milhões)

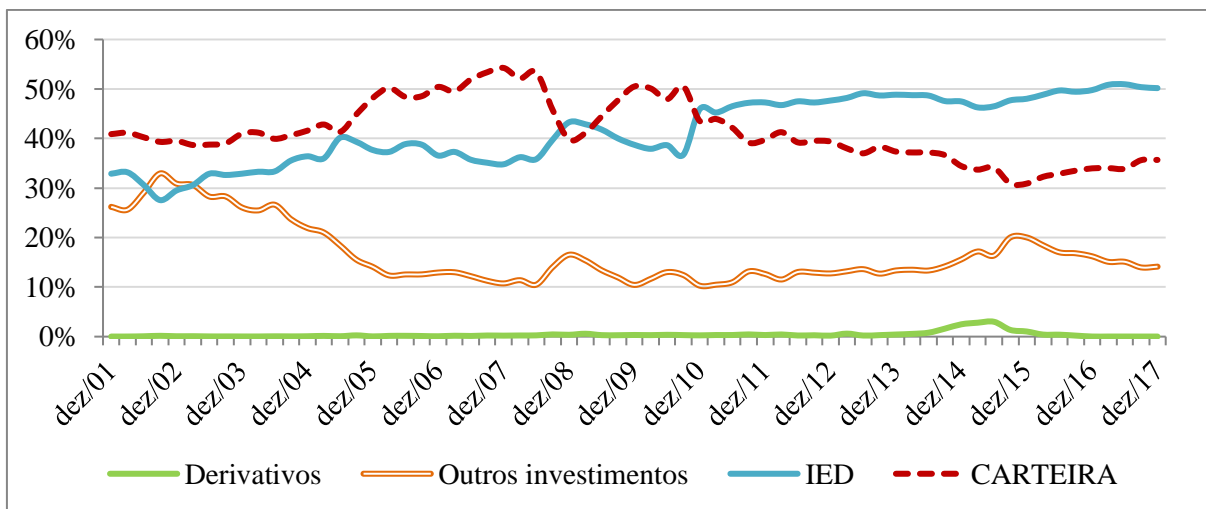


Fonte: BCB. Elaboração própria.

Gráfico 26

**Evolução trimestral da composição do passivo externo**

(Em percentuais)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

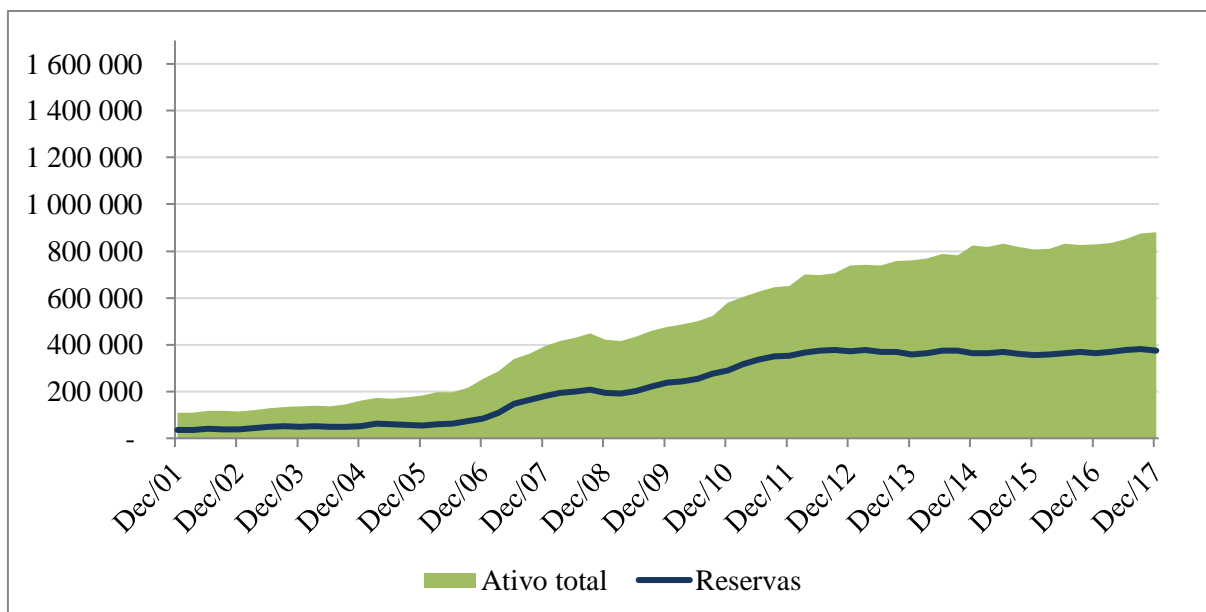
Os gráficos 25 e 26 referem-se a composição do passivo externo bruto. O IED, investimento caracterizado como produtivo e pouco volátil, composto majoritariamente por participação no capital (moeda doméstica), desenha uma trajetória crescente e ganha força principalmente a partir de 2010, terminando a série com mais da metade de participação no passivo externo. Os investimentos em carteira, caracterizados pela ausência de laços duradouros entre credores e devedores e, logo, mais voláteis, aumentaram sua participação até 2008. No pós-crise, a participação desse tipo de investimento não só caiu (fechando a série com 36%) como também observou-se a desdolarização desses passivos. A categoria “outros investimentos”, considerada inteiramente em moeda estrangeira, diminuiu sua participação em quase 20% no período apresentado. Por fim, os derivativos se mantiveram estáveis, não passando de 3%.

Portanto, é notória a desdolarização dos compromissos com o exterior, evidenciada pelo gráfico 24, e a melhor da composição do passivo externo fica clara, a partir dos gráficos 25 e 26, com o aumento de participação do IED frente à diminuição dos investimentos em carteira, que inclusive, perderam valor em dólares, e frente a categoria “outros investimentos”, denominada inteiramente em moeda estrangeira.

### 3.3 Implicações do processo de “desdolarização”

Gráfico 27

**Evolução trimestral do estoque de ativos externos e reservas internacionais brasileiras**  
(Em US\$ milhões)



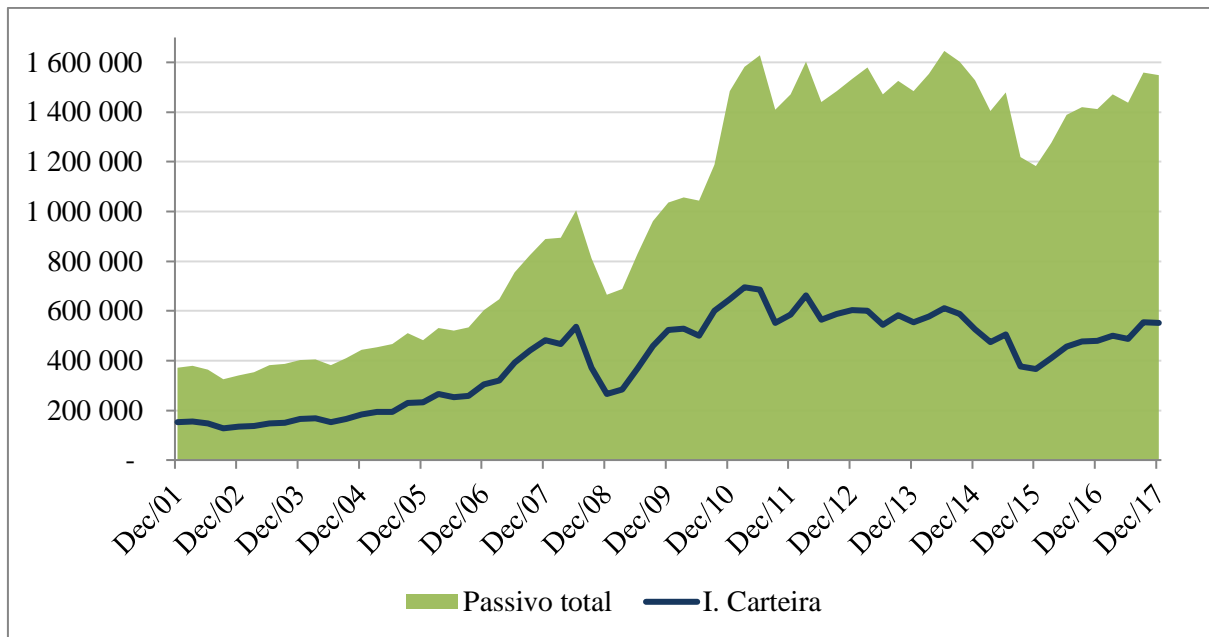
Fonte: BCB. Elaboração própria.



Gráfico 28

**Evolução trimestral do estoque de passivos externos e investimentos em carteira brasileiros.**

(Em US\$ milhões)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

A comparação entre os gráficos 27 e 28 mostra que o estoque de passivos é muito superior ao de ativos durante todo o período em tela. Considerando que os investimentos em carteira são caracterizados por sua volatilidade (falta de compromissos contínuos entre compradores e vendedores), uma comparação entre estes e as reservas cambiais retrataria uma forte fragilidade já que esta relação passa da casa dos 100% e uma decisão de retirada dos recursos (fuga de capitais) implicaria em liquidação das reservas. Desta forma, a vulnerabilidade externa seria muito mais latente do que aquela observada no tratamento apenas da dívida externa. No entanto, é necessária uma melhor observação levando em conta a indexação e composição das obrigações (BIANCARELLI, 2016).

Assim, como se observou anteriormente, a desdolarização é fundamental para o entendimento dessa questão. Em 2001, 90% dos passivos de carteira estavam denominados em dólares, enquanto que em 2017 esse valor caiu para apenas 33%. Num caráter ainda mais amplo, o PEB, que em 2002 registrou apenas 25% dos seus compromissos em reais, mais do que dobrou essa participação, finalizando 2017 com 59% das obrigações denominadas em moeda doméstica.

Tabela 2

**Relações do passivo externo e do investimento em carteira com as reservas cambiais.**

Data	PEB / Reservas	PEBcp / Reservas	I.carteira / Reservas
dez/01	1034%	500%	423%
dez/02	863%	400%	341%
dez/03	819%	377%	336%
dez/04	837%	383%	348%
dez/05	895%	466%	431%
dez/06	703%	378%	354%
dez/07	493%	289%	268%
dez/08	321%	146%	128%
dez/09	433%	232%	219%
dez/10	515%	244%	224%
dez/11	418%	178%	166%
dez/12	405%	168%	160%
dez/13	395%	156%	148%
dez/14	409%	156%	141%
dez/15	321%	113%	99%
dez/16	380%	144%	129%
dez/17	406%	158%	145%

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Conforme é possível observar na tabela 2, que relaciona o PEB e especificamente seu componente de passivo de carteira com as reservas internacionais, o grau de vulnerabilidade vai caindo conforme se avança no detalhamento do passivo. Aquilo que parecia uma enorme fonte de vulnerabilidade no final de 2001 melhorou significativamente no final de 2017, em todos os indicadores.

A vulnerabilidade se torna ainda menor, comparativamente a momentos anteriores da história, quando tratamos da questão da desvalorização cambial. Como quase 70% dos passivos de carteira estão atualmente denominados em moeda doméstica, uma desvalorização do real faz com que o estoque em dólares murche, sem que haja fuga de capitais, pois o risco cambial se deslocou, em grande parte, do devedor (o país) para o credor (os investidores internacionais). Além disso, dada a volatilidade desses investimentos, uma venda acelerada dos papéis faria com que os preços das ações e títulos caíssem, murchando ainda mais o estoque em dólares e prejudicando aquele investidor que quisesse sair (BIANCARELLI, 2016).

Dito de outra maneira: se é verdade que os passivos de carteira são potencialmente exigíveis no curto prazo (ao contrário do IDE), também o é que para serem desfeitos, esses compromissos precisam ser vendidos, e seus

valores são definidos a cada momento pelas compras e vendas nos mercados. Além disso, a moeda em que estão sendo negociados estes passivos importa, já que as oscilações na taxa de câmbio também sofrem a influência das compras e vendas, e definem o valor total dos compromissos externos. (BIANCARELLI, 2012, p. 40)

Logo, não se pode comparar o estoque de passivos de carteira com as reservas internacionais, já que uma ameaça (fuga de capitais) as estas automaticamente leva a uma queda de preços dos papéis e da moeda brasileira, fazendo com que o estoque diminua numa proporção muito maior que a fuga na conta financeira (fluxos) (BIANCARELLI, 2016).

Tabela 3

**Evolução trimestral/mensal do PEB, Conta Financeira, Reservas internacionais, Índice Bovespa e taxa de câmbio**

Trimestre   mês/ano	PEB (trimestral)	Conta Financeira (trimestral)	Reservas (mensal)	Ibovespa (mensal)	Taxa de câmbio (mensal)
	US\$ milhões	US\$ milhões	US\$ milhões	Pontos	R\$/US\$
2º trim. 2008 Jun/2008	1 005 291	- 7 125	200 827	65.017	1,62
3º trim. 2008 Set/2008	811 295	- 10 219	206 494	49.541	1,80
4º trim. 2008 Dez/2008	664 758	3 493	193 783	37.550	2,39

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Ilustrando por uma situação concreta, baseada na tabela 3 acima, nos dois últimos trimestres de 2008 – momentos agudos de crise financeira internacional, com desvalorização cambial e queda dos preços no mercado acionário doméstico (*proxy* do índice Bovespa) – desapareceram US\$340 bilhões do estoque de passivos externos, um valor muito maior do que o total de reservas. Estas, por sua vez, saíram de US\$ 201 bilhões (jun/2008) para US\$194 bilhões (dez/2008). Pelo lado da conta financeira, a fuga de capitais só foi ocorrer no último trimestre num montante de US\$3,5 bilhões (BIANCARELLI, 2012).

Tabela 4

**Evolução trimestral do PEB, PII, Conta Corrente, e taxa de câmbio**

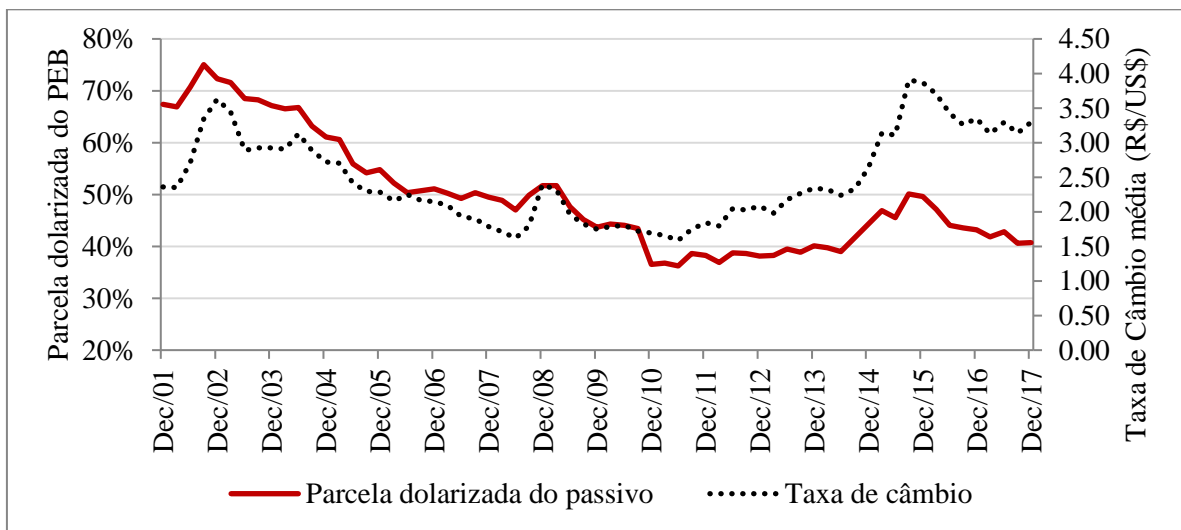
Trimestre	PEB	PII	Conta Corrente	Tx de câmbio
	US\$ Milhões	US\$ Milhões	US\$ Milhões	R\$/US\$
4º Trim.2014	1 528 634	-705 912	- 28 464	2,64
1º Trim.2015	1 404 412	-585 523	- 25 101	3,14
2º Trim.2015	1 479 308	-647 406	- 12 132	3,11
3º Trim.2015	1 219 880	-402 635	- 10 357	3,91
4º Trim.2015	1 183 042	-374 683	- 6 505	3,87

Fonte: BCB. Elaboração própria

A partir do final de 2010, os compromissos externos do país giravam em torno de US\$ 1,5 trilhões. A conta corrente, a partir dessa data, registrou um déficit acumulado da ordem de US\$ 440 bilhões sem que houvesse uma contrapartida minimamente proporcional no passivo externo. Na realidade, entre os últimos trimestres de 2014 e 2015, por exemplo, quando o déficit acumulado em TC era da ordem de US\$ 80 bilhões e o câmbio se desvalorizou quase 50%, o estoque de compromissos se reduziu em mais de US\$ 345 bilhões e a melhora do ponto de vista líquido (PII) foi da ordem de US\$ 330 bilhões, conforme aponta a tabela 4 acima.

Gráfico 29

**Evolução da parcela dolarizada do PEB (dados trimestrais) e da taxa de câmbio média (dados mensais)**  
(Em percentuais e R\$/US\$)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Além disso, o gráfico 29 mostra que a “desdolarização” dos compromissos externos esteve correlacionada com a trajetória da taxa de câmbio. Pelo menos até 2011, foi muito mais proveitoso para os credores internacionais estarem em reais, sendo que esse ganho foi duplo no caso dos títulos de renda fixa, pois, além da apreciação cambial, o spread em relação aos juros internacionais era muito grande. A trajetória sofre uma reversão a partir de 2011 e o desafio é, conforme Biancarelli (2016), “(...) não permitir que a estrutura muito mais favorável de passivos externos se perca diante da almejada tendência mais permanente de desvalorização”.

Portanto, a dimensão dos estoques configura uma “proteção ampliada” com o advento do processo de “desdolarização” do passivo externo, tendo em vista que uma das fontes de vulnerabilidade externa no passado era justamente a acumulação desses passivos em moeda estrangeira. Desta forma, observa-se que apesar de fundamentais, as reservas internacionais

não são a única força contra a especulação no mundo financeiramente globalizado. A estrutura dos passivos também é fundamental e, atualmente, é muito mais cômoda (BIANCARELLI, 2016).

Por fim, aquilo que em 1999 se desenhou como uma crise cambial de maxidesvalorização da moeda nacional e queima de reservas internacionais, atualmente se constitui como uma ameaça muito menor. Hipoteticamente, num cenário de pouca liquidez internacional e com a permanência dos sucessivos déficits em conta corrente, fazendo com que o câmbio se desvalorize (acompanhado naturalmente de queda no valor dos passivos de carteira), a posição de solvência externa do país melhoraria, pois os passivos se encontram em moeda doméstica e negociados a preços de mercado (BIANCARELLI, 2016).

## CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou avaliar o comportamento da vulnerabilidade externa da economia brasileira no período 1999-2017. Para tanto, foi necessário, antes, caracterizar o cenário internacional e definir o conceito de vulnerabilidade externa. Observou-se, assim, que o fenômeno da globalização conectou e integrou o mundo, fazendo com que os movimentos econômicos fossem cada vez mais facilmente propagados e sentidos pelos diferentes países. A partir desse efeito, definiu-se a vulnerabilidade externa como a capacidade de resposta de determinado país a uma mudança súbita na direção dos fluxos de capital externos em razão de fatores desestabilizadores ou choques externos (FILGUEIRAS e GONÇALVES, 2007).

Conforme observaram Carneiro (1999) e Prates (2005), o SMFI é hierarquizado, com supremacia do dólar norte-americano. Logo, segundo Serrano (2004), os Estados Unidos (e em menor escala os países centrais) não sofrem com a restrição externa tão dramática dos países periféricos, já que a maior parte de suas importações e compromissos externos estão denominados em sua própria moeda.

A análise empírica Filgueiras & Gonçalves (2007) apresenta dois movimentos para a análise da fragilidade externa: uma melhora conjuntural concomitante a uma piora estrutural. Pelo lado conjuntural, observa-se a melhora de todos os indicadores monetário-financeiros, muito em virtude da diminuição da dívida externa e do crescimento impressionante das reservas internacionais, fruto do bom desempenho exportador; os indicadores comerciais seguem o mesmo padrão de melhora, não obstante evidenciam a reprimarização das exportações brasileiras, uma vez que estas estiveram atreladas ao ciclo de preços internacionais das commodities e, assim, os termos de troca se mostraram favoráveis quando os ciclos estavam em alta a despeito da apreciação cambial ocorrida até 2011.

Entretanto, pelo lado estrutural o país parece não ter conseguido superar suas limitações recentes, se mostrando “incapaz de promover o upgrade do seu padrão de comércio exterior” (FILGUEIRAS e GONÇALVES, 2007, p.21), tanto é assim que os produtos básicos dobraram participação na pauta de exportações em detrimento dos manufaturados em 17 anos. Não há, também, uma melhora estrutural na produção tecnológica como observado nos indicadores produtivo-tecnológicos, já que o déficit do comércio de produtos intensivos em tecnologia se aprofundou entre 1999 e 2017. Ainda pelo lado estrutural, observou-se aumento do coeficiente de penetração das importações a partir de 2005 trazendo-a, em 2017, para os mesmos níveis de 1999 e evidenciando um processo de “dessubstituição” de importações (GONÇALVES, 2012).

Apesar do cenário problemático, Biancarelli (2012) mostra que a mudança ocorrida nos estoques de ativos e passivos externos levou o Brasil a uma “nova realidade”. Tal mudança está centrada no processo de “desdolarização” – aumento da participação dos compromissos externos denominados em reais em detrimento dos compromissos externos denominados em dólares – dos compromissos externos do país e na melhora de sua composição.

Observou-se que o estoque de passivos é muito superior ao de ativos e que a relação investimentos de carteira/reservas é superior a 1, o que supostamente indicaria uma fragilidade gritante em episódios de fuga de capitais. Entretanto, o processo “desdolarização” fez com que o estoque de passivos de carteira, em dólares, saísse de um patamar de 90% (2001) para apenas 33% (2017). Assim sendo, como uma ameaça às reservas ocasionada por potencial fuga de capitais naturalmente leva a desvalorizações cambiais e quase 70% dos referidos passivos estão em moeda doméstica, o estoque em dólares murcha automaticamente e os preços no mercado acionário e de títulos tendem a cair, diminuindo ainda mais os compromissos externos. Portanto, a comparação dos investimentos em carteira com as reservas internacionais parece não ser razoável (BIANCARELLI, 2016).

Destacou-se também que o processo de “desdolarização” esteve correlacionado com a trajetória da taxa de câmbio e o investidor estrangeiro quase sempre esteve melhor quando sua posição era na moeda brasileira, já que houve um duplo ganho de apreciação cambial e alto spread em relação às taxas de juros internacionais durante a maior parte do período analisado.

Portanto, dado o volume muito maior de passivos de carteira negociados no Brasil (moeda doméstica) e do maior estoque de IED também majoritariamente em reais, o processo de “desdolarização” do passivo externo – quase 60% em reais (2017) contra 25% (2002) – fez com que o risco cambial se transferisse do país para seus credores. Dessa maneira, os processos de desvalorização melhoram a condição de vulnerabilidade externa em se tratando dos estoques. É evidente que essa nova realidade merece mais acompanhamento e detalhamentos, mas constitui-se como um diferencial em relação a momentos passados.

Por fim, apesar do montante absolutamente favorável de reservas internacionais, observa-se que essas não são a única defesa contra a especulação, pois a estrutura dos passivos, atualmente, é muito mais confortável. Além disso, a despeito da nova configuração do PEB, os riscos e os custos associados às desvalorizações cambiais não podem ser negligenciados na análise da fragilidade externa. De qualquer forma, a despeito desta melhora fica claro do trabalho aqui apresentado que o país deve buscar uma melhoria estrutural da sua inserção externa do ponto de vista comercial e que no longo prazo poderia busca avançar

dentro do quadro internacional da hierarquia das moedas a fim de amenizar de forma consistente a sua restrição externa ao crescimento.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BIANCARELLI, A. M. **Uma nova realidade do setor externo brasileiro, em meio à crise internacional.** Texto para discussão, n.13 - RedeD, 2012. Disponível em: <[http://reded.net.br/wp-content/uploads/2017/09/td\\_13.pdf](http://reded.net.br/wp-content/uploads/2017/09/td_13.pdf)>. Acesso em: nov. 2018.

BIANCARELLI, A. M. Constrangimentos externos, de natureza financeira, ao desenvolvimento: um olhar dissidente sobre o Brasil no cenário pós-bonança. In: CGEE **Dimensões estratégicas do desenvolvimento brasileiro. Continuidade e mudança no cenário global: desafios à inserção do Brasil.** Brasília: CGEE, v. 5, 2016. Cap. 2, p. 49-73.

BIANCARELLI, A. M.; ROSA, R.; VERGNHANINI, R. **O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise.** Instituto de Economia (Unicamp) - Texto para Discussão 296, Campinas, Maio 2017. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=3525&tp=a>>. Acesso em: nov 2018.

CARNEIRO, R. Globalização financeira e inserção periférica. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 13, p. 58-92, 1999.

FILGUEIRAS, L.; GONÇALVES, R. **A Economia Política do Governo Lula.** Rio de Janeiro: Contraponto, 2007.

GENTIL, D. L.; ARAÚJO, V. L. **Dívida pública e passivo externo: onde está a ameaça?** Texto para discussão, n. 1768, Brasília, Setembro 2012. Disponível em: <[http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1079/1/TD\\_1768.pdf](http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1079/1/TD_1768.pdf)>. Acesso em: nov. 2018

GONÇALVES, R. O Governo Lula e o Nacional-Desenvolvimentismo às avessas. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, n. 31, p. 5-30, Fevereiro 2012.

LEVY, P. M.; SERRA, M. I. F. Coeficientes de Importação e Exportação na Indústria. **Boletim de Conjuntura**, IPEA, n. 58, jul-ago 2002. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/doc/Coeficientes%20de%20Importa%C3%A7%C3%A3o%20e%20Exporta%C3%A7%C3%A3o%20na%20Industria.pdf>>. Acesso em: nov. 2018.

MEDEIROS, C. A.; FRANKLIN, S. Inserção externa, exportações e crescimento no Brasil. In: MEDEIROS, C. A.; FIORI, J. L. **Polarização Mundial e Crescimento.** Petrópolis: Vozes, 2001.

PAINCEIRA, J. P.; CARCANHOLO, M. D. Abertura financeira e vulnerabilidade externa na América Latina: os impactos sobre o Brasil, México e Argentina. Texto para discussão n° 4. **Instituto de Economia UFRJ**, 2002. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/discussao/2002/abertura\\_financiera\\_e\\_vulnerabilidade\\_externa\\_na\\_america\\_latina.pdf](http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/discussao/2002/abertura_financiera_e_vulnerabilidade_externa_na_america_latina.pdf)>. Acesso em: 20 Abril 2018.



PINTO, E. **O eixo sino-americano e a inserção externa brasileira: antes e depois da crise.** Texto para discussão, n. 1652 (Ipea), Brasília, Agosto 2011. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td\\_1652.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1652.pdf)>. Acesso em: nov. 2018.

PINTO, E.; GONÇALVES, R. Globalização e poder efetivo: transformações globais sob efeito da ascensão chinesa. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 24, n. 2, p. 449-479, Agosto 2015.

PRATES, D. M. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro - RJ, v. 9, n. 2, p. 263-288, mai/ago 2005.

RIBEIRO, F. J. Reavaliando a vulnerabilidade externa da economia brasileira: indicadores e simulações. **Nota técnica - Carta de Conjuntura 32 (Ipea)**, Brasília, Julho-Setembro 2016.

ROSA, R. S. **Passivo externo e "desdolarização": a vulnerabilidade externa brasileira em mutação.** Dissertação (Mestrado) - IE/Unicamp, Campinas, 2016.

SERRANO, F. Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível. In: FIORI, J. L. **O Poder Americano.** Rio de Janeiro: Vozes, 2004. p. 179-222.

SIMONSEN, M. H.; CYSNE, R. P. **Macroeconomia.** São Paulo: Atlas, 1995.