

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CONTAS EXTERNAS DO BRASIL: EVOLUÇÃO RECENTE

Alexandre Vital Leão  
No. de Matrícula: 0612131

Orientador: Márcio Janot

Janeiro/2010

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CONTAS EXTERNAS DO BRASIL: EVOLUÇÃO RECENTE

Alexandre Vital Leão  
No. de Matrícula: 0612131

Orientador: Márcio Janot

Janeiro/2010

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

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



1 - Introdução.....	5
2 - Evolução da Conta Corrente do Balanço de Pagamentos .....	7
2.1) Histórico .....	7
2.2) Balança Comercial .....	10
2.4) Rendas .....	14
2.5) Transferências Unilaterais.....	16
3) Evolução das Necessidades de Financiamento Externo.....	18
3.1) Histórico .....	18
3.2) Investimento Externo Direto .....	19
3.3) Investimento em Carteira .....	22
4) Evolução do Endividamento Externo.....	25
4.1) Histórico .....	25
4.2) Perfil .....	27
5) Evolução das reservas internacionais e indicadores de sustentabilidade externa .....	29
6) Conclusão .....	32
Bibliografia.....	34

## 1 - Introdução

Por diversas vezes vimos o Brasil envolvido em crises. Presenciamos alguns momentos de crises cambiais e ataques especulativos durante os anos 80 e 90, nos quais o Brasil foi duramente afetado, principalmente no que diz respeito às suas contas externas. No entanto, em 2007 se iniciou a atual crise financeira mundial, considerada por muitos economistas, a mais grave desde a Grande Depressão, afetando diversos países em todos os continentes e, ao contrario de outras épocas, o Brasil reagiu muito bem à crise, sendo pouco afetado pela mesma. Uma das razões para isso é a melhora nas contas externas brasileiras.

Nos últimos anos, o Brasil aumentou de forma consistente as exportações, melhorando a balança comercial e diminuindo o déficit em conta corrente, chegando a atingir superávits a partir de 2003. Desde 2006 o nível das reservas internacionais vem registrando recordes sucessivos o que, somado às recompras dos títulos da dívida pública, tem reduzido a dívida líquida brasileira, levando o país a alcançar a posição de credor internacional em 2008.

Existem poucos estudos que analisem os efeitos da crise direcionados especificamente à nossa economia, e por estarmos ainda atravessando esse período, considero de grande valia estudar esses efeitos em nossas contas externas.

O objetivo desse estudo é fazer uma análise descritiva dos efeitos da crise nas contas externas do Brasil mostrando como as mesmas foram afetadas pela atual crise financeira mundial, e o quanto elas ajudaram a manter a economia relativamente estável durante esse período. Através do estudo da evolução histórica dos dados de fluxos e do estoque de ativos e passivos financeiros internacionais do país, mostrarei como a crise os afetou e como a mudança dessas contas nos últimos anos ajudou o país durante a chamada crise do “subprime”.

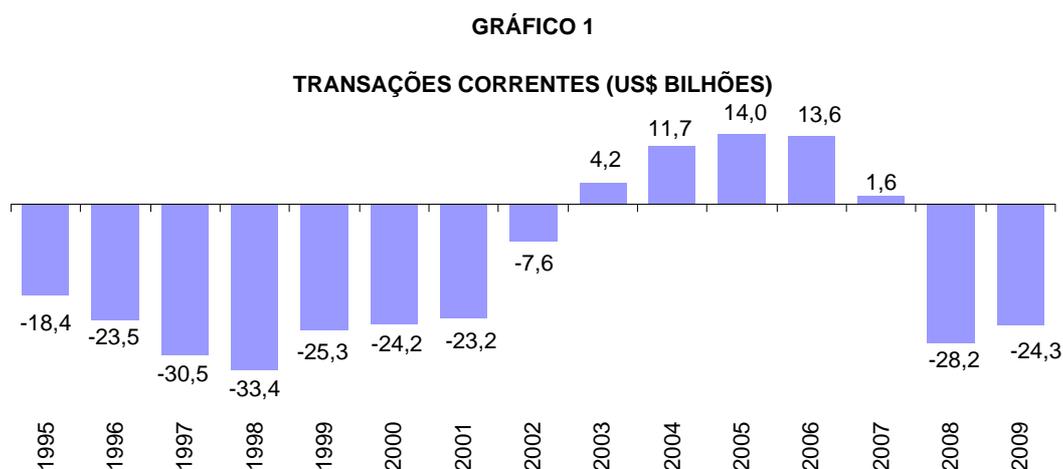
Concluiremos que a política econômica adotada pelo Brasil nos últimos anos contribuiu para que o mesmo enfrentasse a crise de forma privilegiada, não tendo a economia sido afetada com a mesma magnitude que outros países. O modelo econômico adotado pelo país desde fins dos anos 90, com o controle da inflação e o aumento das reservas internacionais fez com que o país formasse um colchão de proteção para momentos de crise. A forma consistente como nossa economia veio se desenvolvendo

também gerou credibilidade no mercado externo, o que também colaborou para que fossemos menos afetados que outros países.

## 2 - Evolução da Conta Corrente do Balanço de Pagamentos

### 2.1) Histórico

A conta corrente do Balanço de Pagamentos (BP) engloba a balança comercial, a balança de serviços e rendas, e as transferências unilaterais correntes líquidas. Como podemos observar no gráfico 1 abaixo, a conta corrente brasileira vem apresentando tendências diferentes desde o início da série histórica em estudo:



Fonte: Banco Central do Brasil

De 1995 a 1998 podemos perceber uma tendência de deterioração das contas externas, com um aumento de 82% do déficit em conta corrente. A partir de 1999, observamos uma mudança dessa tendência até alcançarmos superávit em 2003, que se manteve até 2007, justamente quando tivemos o início da crise. Em apenas um ano, nossas contas externas se deterioraram de forma que tivemos o pior déficit na conta corrente dos últimos 10 anos.

A primeira tendência de queda observada no saldo em conta corrente entre 1995 e 1998 pode ser explicada pela série de crises que o mundo estava passando no período. Em 1994/95 tivemos a crise do México, onde, na tentativa de controlar a inflação, o governo mexicano adotou um sistema de “crawling peg”, em que o peso ficaria atrelado ao dólar dentro de uma faixa restrita de flutuação. Como a inflação mexicana teve um crescimento muito maior que a inflação americana, o peso acabou tendo uma valorização progressiva e cumulativa, de forma que a medida acabou não dando certo e este se valorizou muito acima da moeda americana, acabando por aumentar as importações e reduzir as exportações, aumentando drasticamente o déficit em conta

corrente. Para cobrir o desequilíbrio na balança comercial, o governo mexicano visava equilibrar o balanço de pagamentos atraindo capital estrangeiro, aumentando as taxas de juros para atrair capital e manter o peso valorizado.

Posteriormente, com o aumento da taxa de juros pelo Federal Reserve nos EUA, houve uma fuga de capitais do México, que acabou deteriorando as reservas internacionais do país. Quando o ministério da fazenda resolveu ampliar a banda cambial devido às dificuldades para manter o peso valorizado, houve uma fuga dos investidores estrangeiros, o que levou o governo a abandonar a paridade cambial e deixar o peso se desvalorizar bruscamente, levando o México à depressão.

Com a crise no México, toda a América Latina foi afetada, o que acabou por reduzir as nossas exportações, afetando o saldo da balança comercial. Além disso, houve uma redução dos investimentos estrangeiros no país, devido ao aumento da aversão ao risco e um aumento das remessas de lucros e dividendos, devido à piora do cenário econômico externo, o que acabou piorando a conta de rendas. Tanto a piora da balança comercial como o aumento das remessas de lucros e dividendos acabaram por afetar o saldo das transações correntes no Brasil, que, como mostra o gráfico, atingiu um déficit de 18,4 bilhões de dólares em 1995.

Em 1997/98, o mundo presenciou a crise asiática, que se iniciou na Tailândia e se alastrou pelo Sudeste Asiático e para o Japão, afundando suas cotações monetárias e desvalorizando os mercados de ações. Novamente, com a desvalorização das moedas asiáticas, estes países reduziram suas importações e aumentaram as exportações, o que acabou afetando a balança comercial brasileira, aumentando ainda mais nosso déficit. Além disso, devido à necessidade de capital nos países afetados, esta crise também aumentou as remessas de lucros e dividendos pelas empresas instaladas no país, o que acabou piorando a conta de rendas. Em 1997, o déficit em transações correntes atingiu o patamar de 30,5 bilhões de dólares, com um aumento de 23% em relação ao ano anterior.

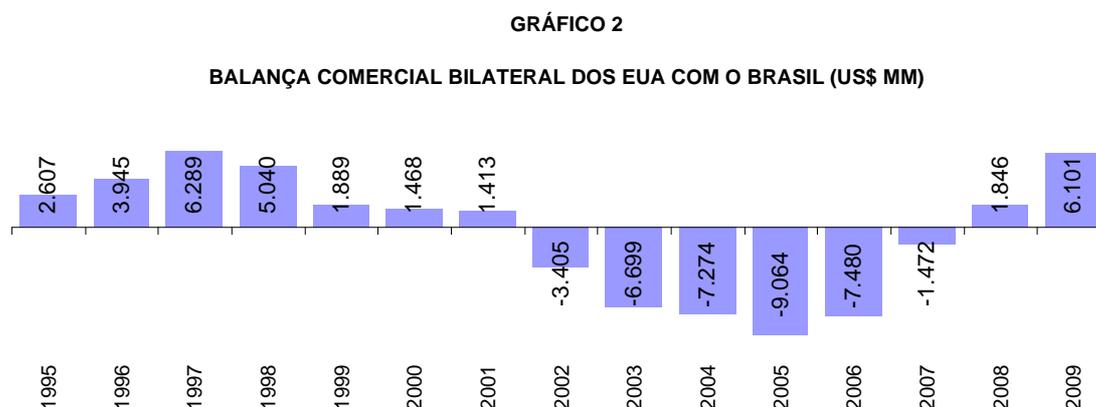
Como se não bastasse, ainda em 1998, tivemos a crise da Rússia, que já vinha, há muitos anos, passando por um período de crise. A crise asiática acabou piorando sensivelmente a situação financeira da Rússia, pois reduziu a oferta de crédito no mercado internacional e reduziu também o preço das *commodities* exportadas pela Rússia. Sem conseguir novos empréstimos para pagar suas dívidas com vencimentos de curtíssimo prazo, a Rússia decretou moratória em 1998, desvalorizando simultaneamente sua moeda, o Rublo. Mais uma vez o Brasil foi afetado com uma

piora na balança comercial, deteriorando seu saldo em transações correntes. No final de 1998, o déficit em transações correntes atingia o patamar de 33,4 bilhões de dólares, sendo o pior da série histórica em análise.

Para enfrentar as crises e tentar evitar a evasão de reservas do país, o governo aumentou as taxas de juros, o que não impediu a saída de capitais do país e ainda reduziu seu crescimento econômico. A queda acentuada das reservas cambiais forçou o governo a desvalorizar o Real em janeiro de 1999, o que acabou por reduzir as importações e aumentar as exportações, melhorando o saldo comercial. Entraremos em mais detalhes sobre o saldo da balança comercial em seguida.

Esse cenário se manteve até o ano de 2006, onde o Brasil continuou acumulando superávits em transações correntes, atingindo o patamar de 13,6 bilhões de dólares. Nesse mesmo ano, os preços dos imóveis nos EUA já começavam a cair, o que levou a desencadear a crise do “Subprime” no ano seguinte. A crise financeira foi revelada ao público em fevereiro de 2007, atingindo seu auge somente no ano seguinte. Como maior potência econômica do mundo, e considerando os níveis de globalização em que nos encontramos, uma crise no sistema financeiro norte americano obviamente iria afetar o resto do mundo.

Não houve no Brasil uma crise financeira como nos EUA, mas uma recessão no país afeta as importações do mesmo, e considerando o tamanho da economia em recessão, os efeitos nas exportações brasileiras foram sentidos imediatamente. O gráfico 2 mostra os efeitos na balança comercial bilateral entre os 2 países:



Fonte: [www.census.gov/foreign-trade/balance/](http://www.census.gov/foreign-trade/balance/)

No início da crise já percebemos uma redução das exportações para os EUA, de forma que o saldo comercial com o país se reduziu em 80%. Em 2008, já no auge da

crise, os EUA que estavam apresentando um déficit na balança comercial com o Brasil nos últimos anos, passaram a obter superávit, mostrando que reduziram nossas exportações para o país em crise.

Nas sessões abaixo irei mostrar com mais detalhes como se desenvolveram as transações correntes brasileiras, abertas em seus componentes: balança comercial, serviços e rendas e transferências unilaterais.

## 2.2) Balança Comercial

A Balança comercial foi a grande responsável pelos saldos positivos na conta corrente brasileira nos últimos anos. Já com a crise financeira internacional, as exportações brasileiras foram reduzidas por conta da queda do nível de atividade em todo o mundo, principalmente nos EUA. Podemos perceber pelo histórico que em 2008, no auge da crise financeira americana, tanto as exportações quanto as importações são reduzidas.



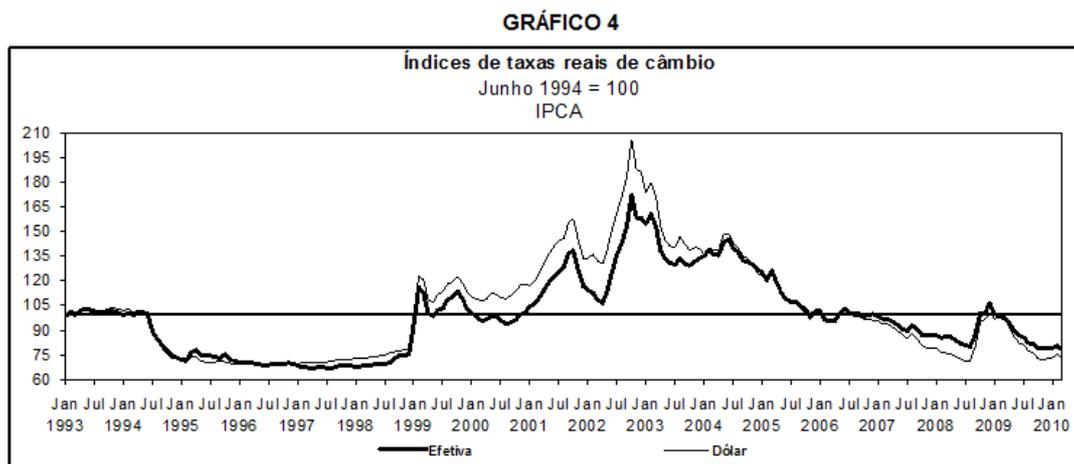
O gráfico 3 mostra que em 2009, houve uma diminuição das exportações em relação a 2008. Apesar da leve recuperação, o saldo em dezembro de 2009 se reduziu em 44,9 bilhões de dólares, sendo 23% inferior ao obtido no mesmo período do ano anterior. Segundo a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), a queda das exportações em dezembro de 2009 em relação a igual período de 2008 foi devido principalmente às retrações nos índices de preços e quantidades embarcadas.

Em março de 2010, percebemos uma redução das exportações em 15% em relação a igual período de 2009, com uma redução de 29,4 bilhões de dólares. Apesar disso,

podemos perceber pelo gráfico o processo de recuperação da balança comercial, já que, desde outubro do ano passado, as quantidades exportadas só cresceram, acumulando um crescimento de 4% nos últimos 6 meses, na casa de 6,6 bilhões de dólares.

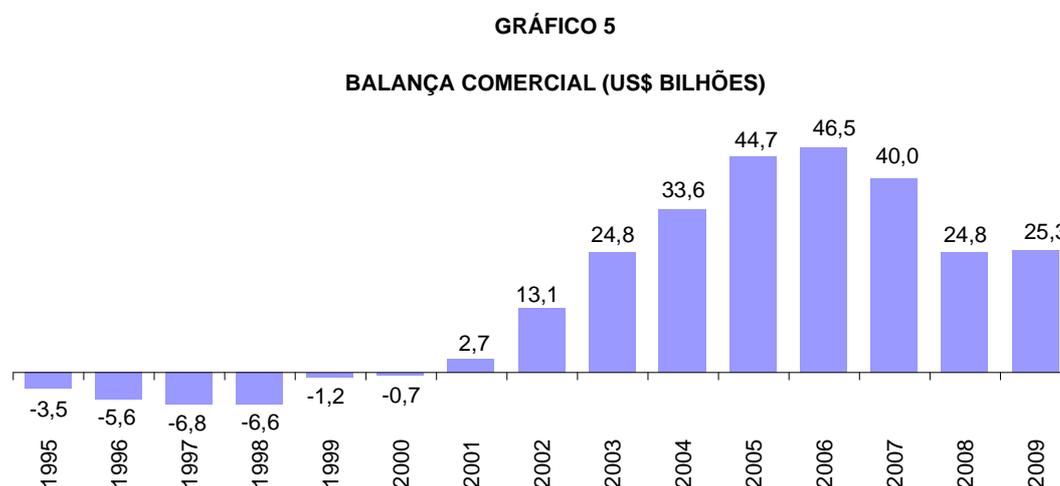
Muitas das perdas na balança comercial se deveram às mudanças nas taxas de câmbio durante a crise. No final de agosto de 2008, o dólar ainda era cotado em torno de R\$1,60, fechando no dia 18/10/2008 em torno de R\$2,30, acumulando uma desvalorização de 43,8% em um período de aproximadamente 40 dias. Essa rápida desvalorização do câmbio desestabilizou a economia brasileira, de forma que muitas empresas do setor produtivo, principalmente empresas exportadoras, acumularam perdas bilionárias com essa desvalorização do Real em virtude das operações financeiras com derivativos cambiais que vinham realizando. Como principais exemplos, temos os casos da Sadia, Aracruz e Votorantim, que foram as empresas que acumularam maiores perdas nessas operações. Essas empresas estavam substituindo suas receitas operacionais por receitas financeiras, apostando na contínua valorização do real frente ao dólar. O otimismo no mercado e a crença de que o cenário econômico permaneceria o mesmo, levaram as empresas a uma exposição excessiva a instrumentos de derivativos de câmbio.

No gráfico 4 abaixo, temos o histórico da taxa de câmbio real efetiva, deflacionada pelo IPCA:



A taxa real de câmbio efetiva é uma medida de competitividade das nossas exportações calculada pelo Banco Central através da cotação do Real em comparação com as moedas dos 15 principais países em termos de participação em nossa balança comercial. Como podemos observar, após o Plano Real em 1994 tivemos uma grande

valorização da moeda, o que durou até janeiro de 1999, quando foi adotado o câmbio flutuante. A partir de então, a taxa de câmbio real sofreu significativa desvalorização até o segundo semestre de 2002, quando voltou a se valorizar novamente. Percebemos no gráfico que em meados de 2008, no auge da crise, o câmbio volta a se desvalorizar, o que levou às perdas das empresas exportadoras expostas às operações de derivativos cambiais, como citado anteriormente. Alguns economistas ligados ao mercado financeiro afirmam que as perdas com essas operações de derivativos cambiais superaram a cifra de 50 bilhões de dólares. Essas perdas, mesmo que sendo financeiras e não operacionais, afetaram o desempenho destas empresas exportadoras. O gráfico 5 abaixo mostra a balança comercial brasileira, onde fica visível o desempenho recente mais modesto das exportações brasileiras:



Fonte: Banco Central do Brasil

### 2.3) Serviços

A conta de serviços também ajudou a deteriorar o saldo em transações correntes a partir do início da crise. Uma das principais responsáveis pela deterioração das contas de serviços foram as viagens internacionais. Em 2008, o saldo de viagens internacionais foi responsável por mais de 30% da conta de serviços e representou um déficit de quase 5 bilhões de dólares. A tabela 1 mostra a conta de serviços aberta em seus principais componentes em US\$ bilhões:

**TABELA 1 - CONTA DE SERVIÇOS (U\$ BILHÕES)**

<b>Discriminação</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Serviços	-8309	-9640	-13219	-16690	-19260
Transportes	-1950	-3126	-4384	-4994	-3925
Viagens internacionais	-858	-1448	-3258	-5177	-5594
Computação e informação	-1626	-1903	-2112	-2598	-2586
Aluguel de equipamentos	-4130	-4887	-5771	-7808	-9393
demais	256	1724	2306	3888	2236

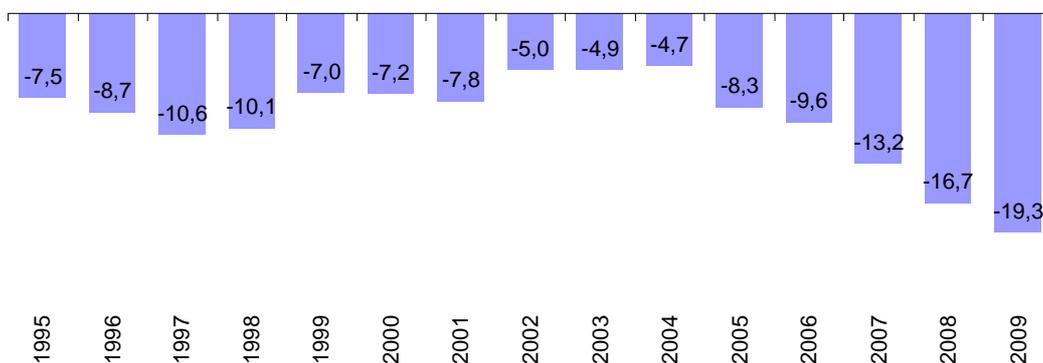
Fonte: Banco Central do Brasil

A trajetória declinante das receitas de viagens internacionais pode ser explicada pelo ambiente de maior renda disponível e apreciação da taxa nominal de câmbio, observado até o período de agravamento da crise no último trimestre de 2008. A conta de transportes, que reage ao comportamento da balança comercial e da conta viagens internacionais, também se deteriorou no período, melhorando o saldo em 2009 com a leve recuperação na balança comercial. Os aumentos nas importações e nas viagens de brasileiros ao exterior tiveram impacto nas despesas com fretes e passagens, elevando as despesas líquidas com transportes.

O principal componente da conta de serviços, a conta de aluguel e equipamentos, também registrou um aumento brusco no déficit durante o agravamento da crise. Esse resultado se deveu principalmente a crescente utilização de bens de capital de propriedade de não residentes, no país, e à redução da situação inversa no exterior (estrangeiros utilizando nossos bens de capital). Dentre os demais componentes, o de maior participação na conta de serviços são os pagamentos líquidos ao exterior de royalties e licenças, que também registraram aumento do déficit no período de 2008 em relação a 2007.

O gráfico 6 ilustra o saldo da conta de serviços, mostrando a piora desde o início da crise em meados de 2007:

**GRÁFICO 6**  
**SERVIÇOS (US\$ BILHÕES)**



Fonte: Banco Central do Brasil

## 2.4) Rendas

Desde 2006, a conta de rendas tem sido fortemente influenciada pelas remessas líquidas de rendas de investimento direto, que vinha aumentando muito nos últimos anos. A tabela 2 abaixo mostra a conta de rendas aberta em seus principais componentes para os últimos 5 anos em US\$ bilhões:

**TABELA 2 - CONTA DE RENDAS (US\$ BILHÕES)**

Discriminação	2005	2006	2007	2008	2009
Rendas	-25967	-27480	-29291	-40562	-33684
Salário e ordenado	214	177	448	545	603
Renda de investimentos	-26181	-27657	-29740	-41107	-34287
Renda de investimento direto	-10302	-12826	-17489	-26775	-19742
Lucros e dividendos (A)	-9142	-11445	-16745	-25348	-17765
Juros de empréstimo intercompanhia (D)	-1161	-1381	-744	-1427	-1977
Renda de investimento em carteira	-11778	-11028	-7065	-8039	-9213
Lucros e dividendos (B)	-3544	-4924	-5689	-8527	-7453
Juros de títulos de renda fixa (E)	-8234	-6104	-1376	488	-1760
Renda de outros investimentos (F)	-4101	-3803	-5185	-6293	-5332
Total de lucros e dividendos (C) = (A + B)	-12686	-16369	-22435	-33875	-25218
Total de despesas com juros (G) = (D + E + F)	-13496	-11289	-7305	-7232	-9069

Fonte: Banco Central do Brasil

Como podemos ver, as rendas de investimento direto representam uma grande parte da conta de rendas, e essa participação vinha aumentando chegando a alcançar 65% da renda de investimentos em 2008. Esses investimentos estrangeiros vinham

umentando, principalmente, como resultado da maior lucratividade das empresas no país e pela apreciação do real, aumentando os lucros das empresas já que seriam repassados ao exterior.

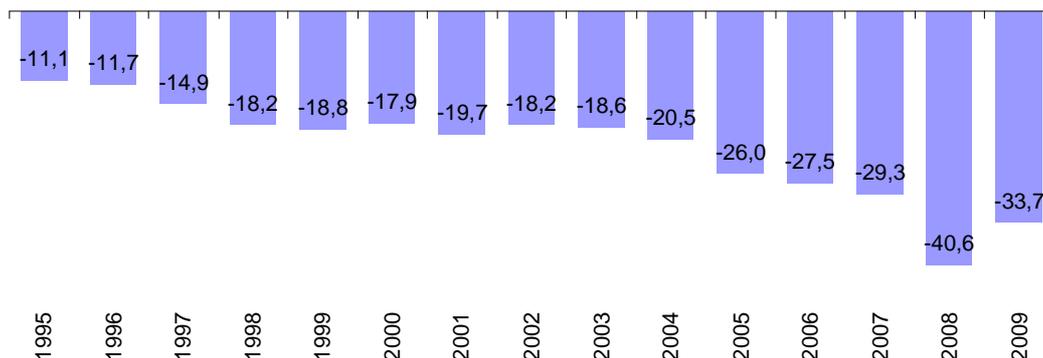
Em 2006, pela primeira vez nos últimos 50 anos, as remessas líquidas de lucros e dividendos superaram as despesas de juros, e a partir de então passaram a se tornar as mais representativas nas contas de transações correntes. Com o aumento tanto do investimento estrangeiro direto (IED) como da taxa de retorno desse capital, as remessas líquidas cresceram de forma muito expressiva e passaram a mudar o perfil das contas de rendas, que antes era composto em sua maior parte pelas despesas de juros.

A taxa de remuneração do IED depende da lucratividade das empresas instaladas no país que estão recebendo esses investimentos, ao contrário da remuneração da dívida externa, em que os juros são definidos por uma taxa pré-acordada, não tendo relação com o nível de atividade do país e os ciclos econômicos internos. Com o desenvolvimento econômico do país e a redução do risco país pelas principais agências classificadoras, o Brasil passou a receber mais IED e investimentos em carteira aumentando as remessas de lucros e dividendos. Dessa forma, o passivo externo brasileiro passou a apresentar uma nova composição, onde a participação da dívida externa passou a ser menor em relação a dos investimentos estrangeiros diretos e em carteira, como será visto mais detalhadamente no item 3.2 mais adiante.

Podemos observar pelo gráfico 7 esse aumento do déficit na conta de rendas a partir de 2006, se acentuando em 2008. Essas remessas líquidas de rendas de investimentos diretos respondem principalmente ao aumento do estoque de IED; a rentabilidade das empresas no país; a necessidade das matrizes de repassar os lucros; e ao patamar da taxa de câmbio. Em 2008, no pior momento da crise, tivemos também o pior saldo na conta de rendas, o que pode ser explicado segundo esses fatores: a economia real brasileira ainda não havia sofrido muito com a crise, o que manteve os estoques de IED; as empresas ainda apresentavam alta rentabilidade no país, principalmente se comparadas às matrizes; as matrizes necessitavam de maior repasse dos lucros, pois tiveram um desempenho ruim durante a crise; e a taxa de câmbio havia se valorizado até então.

GRÁFICO 7

## RENDAS (US\$ BILHÕES)



Fonte: Banco Central do Brasil

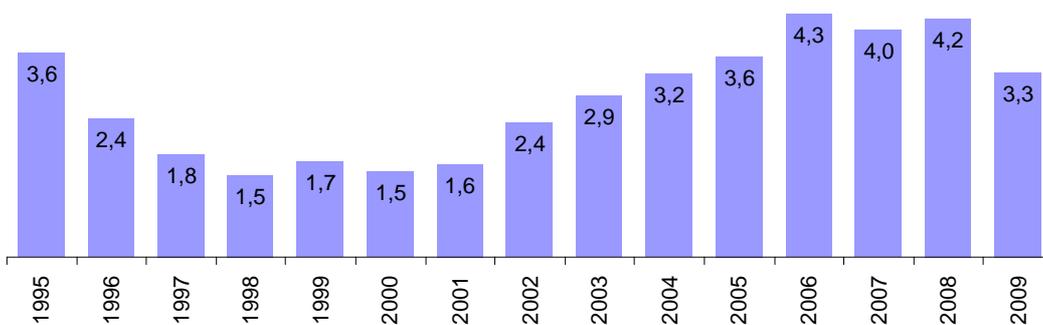
No ano seguinte, tivemos uma reversão dessa tendência em uma desaceleração na taxa de expansão das remessas líquidas de lucros e dividendos graças à desaceleração da economia mundial, que causou impactos na economia doméstica, reduzindo os lucros a serem remetidos ao exterior, somando-se ainda o impacto na taxa de câmbio, que sofreu depreciação durante a crise.

## 2.5) Transferências Unilaterais

As transferências unilaterais compreendem os pagamentos e recebimentos que não tem contrapartida de compra e venda. O gráfico 8 mostra o comportamento das transferências unilaterais desde 1995:

GRÁFICO 8

## TRANSFERÊNCIAS UNILATERAIS CORRENTES (US\$ BILHÕES)



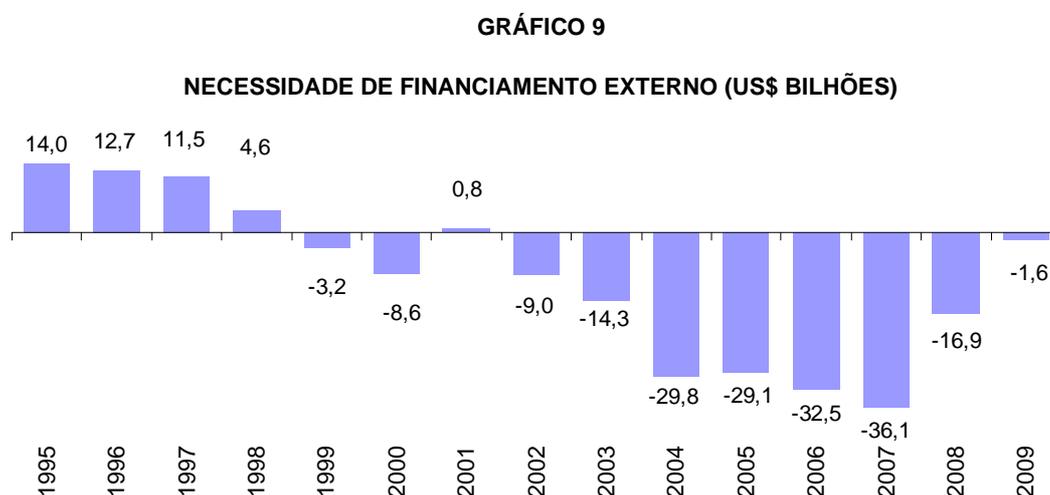
Fonte: Banco Central do Brasil

Podemos observar uma tendência de crescimento do saldo de transferências unilaterais de 2000 a 2006. Em 2007, houve uma redução de mais de 6% em relação a 2006, devendo-se em parte ao início da crise financeira internacional, com o recuo de 2,8% das receitas brutas para manutenção de residentes. Apesar da retomada da trajetória de crescimento da conta de transferências unilaterais em 2008, em 2009 tivemos o pior saldo dos últimos 5 anos com uma redução anual de 23,6% das receitas brutas de manutenção de residentes.

### 3) Evolução das Necessidades de Financiamento Externo

#### 3.1) Histórico

As necessidades de financiamento externo são medidas pelo saldo em transações correntes menos o saldo de investimento externo direto, que são fluxos de capitais de mais longo prazo. Quanto maiores forem esses fluxos de capitais internacionais ao Brasil, menor será o grau de fragilidade externa da economia brasileira. O gráfico 9 abaixo mostra o histórico das necessidades de financiamento externo da economia brasileira, calculado conforme explicado acima:



Fonte: Banco Central do Brasil

Podemos perceber pelo gráfico que há uma tendência de fortalecimento do setor externo brasileiro a partir de 1999, voltando a apresentar necessidades de financiamento externo (com o déficit em transações correntes superando o ingresso de IED) apenas em 2001 desde então.

Até 1999, o Brasil não adotava o regime de câmbio flutuante vigente nos dias de hoje e a taxa de juros interna era muito alta, assim como o custo de financiamento da dívida pública, o que dificultava a entrada de recursos externos no país. Desde então, o Balanço de Pagamentos do país sofreu mudanças substanciais, superando os déficits do final da década de 90, decorrentes da abertura comercial do início da década e do período de valorização cambial resultante da implementação do Plano Real (1994-1998).

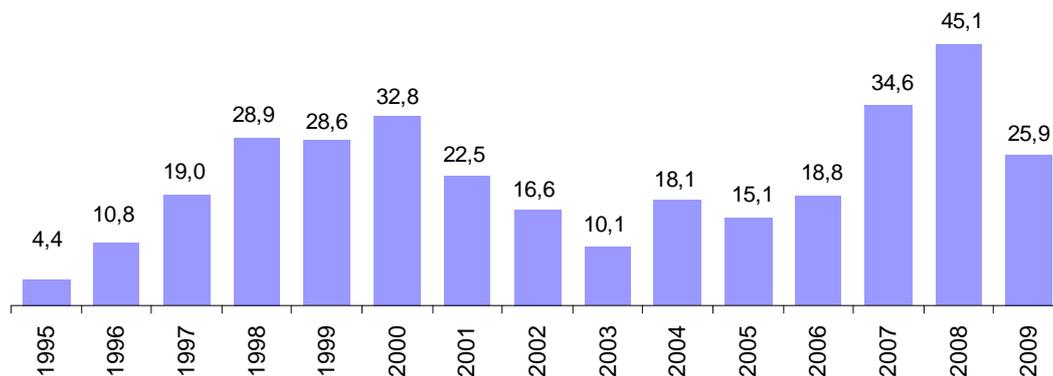
Com a mudança do regime cambial e a desvalorização da moeda a partir de 1999, e com um cenário econômico externo favorável nos anos posteriores, o Brasil passou a ter melhores saldos na balança comercial e nas transações correntes, o que se consolidou em 2002, com o crescimento do preço das *commodities*, aumentando as exportações brasileiras e o seu respectivo superávit na balança comercial.

O superávit atingido no balanço de pagamentos mostra a melhora alcançada nos indicadores de fragilidade externa do país, melhorando sua credibilidade no mercado internacional. Isso aumentou os fluxos de capitais para o país e suas reservas internacionais, que chegaram a alcançar US\$ 200 bilhões no final de 2008, e reduziu o endividamento externo brasileiro, o que veremos com mais detalhes nas seções seguintes.

### **3.2) Investimento Externo Direto**

Os investimentos externos diretos compreendem os investimentos de longo prazo realizados por investidores estrangeiros no Brasil, como aquisições de empresas ou aberturas de sedes de empresas multinacionais no país em que se está investindo. Como podemos ver pelo gráfico 10, houve uma tendência de crescimento dos investimentos diretos no país até o ano 2000, sofrendo uma queda em 2001 e retomando a tendência de crescimento somente em 2006. Com a criação do Plano Real em 1994, houve a retomada dos fluxos de IED no Brasil, em um ambiente de redução da capacidade de investimentos estatais e uma série de privatizações, que ocorreram no governo FHC. As empresas estrangeiras foram atraídas por um cenário de economia estável, com crescimento da demanda interna, aumentando as possibilidades de ganhos em uma moeda estável e valorizada.

**GRÁFICO 10**  
**IED (US\$ BILHÕES)**



Fonte: Banco Central do Brasil

Os anos de 2001 e 2002 foram anos de retrações dos fluxos de IED em todo o mundo, o que explica a redução desse saldo de 2001 a 2003. A partir de 2006 o país inicia uma nova tendência de crescimento dos fluxos de investimentos diretos, tendo a indústria como principal segmento de atração.

Mesmo com as incertezas predominantes nos mercados financeiros a partir da segunda metade de 2007, e seus impactos no setor real das principais economias maduras, continuaram favoráveis as condições de financiamento do balanço de pagamentos brasileiro, em especial os investimentos estrangeiros diretos. Em 2008, no pior ano da crise financeira internacional, o saldo de IED registrou recorde de 45,1 bilhões de dólares, sendo que a maior parte desses investimentos (aproximadamente 40%) foram destinados ao setor de serviços, principalmente serviços financeiros e atividades auxiliares.

O aumento progressivo dos investimentos estrangeiros diretos nos últimos anos também vem contribuindo para mudar o perfil do passivo externo brasileiro. Como dito anteriormente (item 2.4), o aumento dos IED e sua maior participação no passivo externo total, assim como a redução da participação da dívida externa no mesmo, aumentou a remessa de lucros e dividendos no mesmo período. Na tabela 3 podemos ver essa trajetória de participação do IED e da dívida externa no total do passivo, sendo este, representado principalmente pela redução dos títulos negociados no mercado internacional e dos empréstimos.

TABELA 3 - POSIÇÃO INTERNACIONAL DE INVESTIMENTOS (PASSIVO)

Discriminação	US\$ milhões						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
						Mar <sup>1/</sup>	Abr <sup>1/</sup>
<b>Passivo (B)</b>	<b>499 268</b>	<b>620 177</b>	<b>920 284</b>	<b>691 588</b>	<b>1 079 881</b>	<b>1 084 972</b>	<b>1 081 186</b>
Investimento estrangeiro direto	195 562	236 184	309 668	287 697	400 808	398 442	410 138
Investimentos em carteira	232 627	300 462	509 648	287 533	561 848	560 555	542 475
Investimentos em ações	125 532	188 623	363 999	149 608	376 463	373 223	351 095
Títulos de renda fixa	107 096	111 839	145 650	137 925	185 385	187 332	191 380
No país	5 147	17 932	46 631	49 289	95 802	98 218	99 475
No exterior	101 949	93 907	99 018	88 636	89 583	89 114	91 905
Derivativos	219	445	1 771	2 450	3 413	2 423	2 423
Outros investimentos	70 859	83 087	99 197	113 908	113 813	123 552	126 151
Crédito comercial (de fornecedores)	4 772	5 216	5 197	6 241	3 306	3 072	3 035
Empréstimos	62 729	73 466	89 003	103 463	100 793	109 985	112 308
Moeda e depósitos	3 358	4 405	4 996	4 204	5 205	6 112	6 445
Outros passivos	-	-	-	-	4 510	4 383	4 363

<sup>1/</sup> Dados preliminares.

Fonte: Banco Central do Brasil

A alta rentabilidade dos investimentos no Brasil e o risco-país em trajetória declinante atraíram a entrada de IED até o primeiro semestre de 2008. Já no segundo semestre, o ambiente de estresse nos mercados financeiros levou a uma redução da entrada de IED no país. Segundo as estimativas da Conferência das Nações Unidas sobre o Comércio e o Desenvolvimento (UNCTAD), os fluxos mundiais de IED recuaram 21% em 2008 após 4 anos de aumentos consecutivos. No entanto, a redução se deu em relação aos países desenvolvidos enquanto que o fluxo aos países em desenvolvimento aumentou no mesmo período. Em 2009, a UNCTAD divulgou que, novamente, segundo suas estimativas, os fluxos mundiais de IED recuaram 38,7% em 2009, sendo que dessa vez, os fluxos aos países em desenvolvimento também se reduziram.

Os saldos de IED são compatíveis com o cenário econômico da crise, onde, devido às perdas financeiras, os países tendem a reduzir seus investimentos. Vale ressaltar que o país mais afetado com a crise, os EUA, é o responsável pela maior parcela de investimentos diretos no Brasil, junto com os Países Baixos. A tabela 4 traz a entrada de IED no país de acordo com sua distribuição por países, onde podemos perceber essa redução da participação dos EUA no total dos IED no Brasil. Dessa forma, fica claro o papel da crise na redução do saldo de IED a partir da segunda metade de 2008.

**Tabela 4 - Ingressos de investimentos estrangeiros diretos - Participações (distribuição por países)**

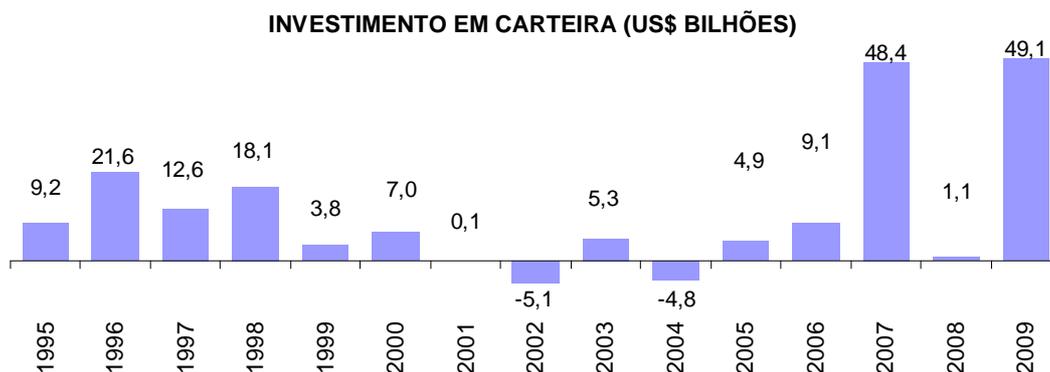
Discriminação	US\$ milhões											
	2005		2006		2007		2008		2009		2010	
	Ano	%	Ano	%	Ano	%	Ano	%	Ano	%	jan-mai	%
Total	21 638	100	22 706	100	34 335	100	44 457	100	31 679	100	15 656	100
Estados Unidos	4 644	21	4 522	20	6 073	18	7 047	16	4 902	15	2 219	14
Países Baixos	3 208	15	3 506	15	8 129	24	4 639	10	6 515	21	1 144	7
Ilhas Cayman	1 078	5	1 974	9	1 604	5	1 556	4	1 092	3	151	1
Espanha	1 220	6	1 564	7	2 202	6	3 851	9	3 424	11	313	2
Canadá	1 435	7	1 287	6	819	2	1 442	3	1 372	4	104	1
México	1 661	8	782	3	409	1	220	0	167	1	85	1
Luxemburgo	139	1	746	3	2 857	8	5 937	13	537	2	804	5
França	1 458	7	763	3	1 233	4	2 880	6	2 141	7	1 816	12
Alemanha	1 388	6	867	4	1 801	5	1 086	2	2 473	8	144	1
Japão	779	4	660	3	501	1	4 099	9	1 673	5	356	2
Suíça	342	2	1 659	7	905	3	803	2	380	1	4 856	31
Demais países	4 284	20	4 368	19	7 714	22	10 131	23	6 690	21	3 283	21

Fonte: Banco Central do Brasil

### 3.3) Investimento em Carteira

Os investimentos em carteira compreendem os investimentos em títulos de renda variável (ações) e renda fixa (títulos de dívida), que vinham crescendo desde 2005, principalmente com os ingressos de estrangeiros no mercado de ações. Como podemos ver no gráfico 11, tivemos um crescimento significativo de 432% no saldo de investimentos em carteira em 2007, que atingiu o patamar histórico de 48,4 bilhões de dólares. Com a melhora das contas externas, com maior credibilidade no mercado e a conseqüente trajetória declinante do risco-país, o Brasil atraiu um grande número de investidores tanto no mercado de ações, que atraiu 26,2 bilhões de dólares em 2007, quanto em títulos de renda fixa, que atraíram 21,9 bilhões de dólares no mesmo ano.

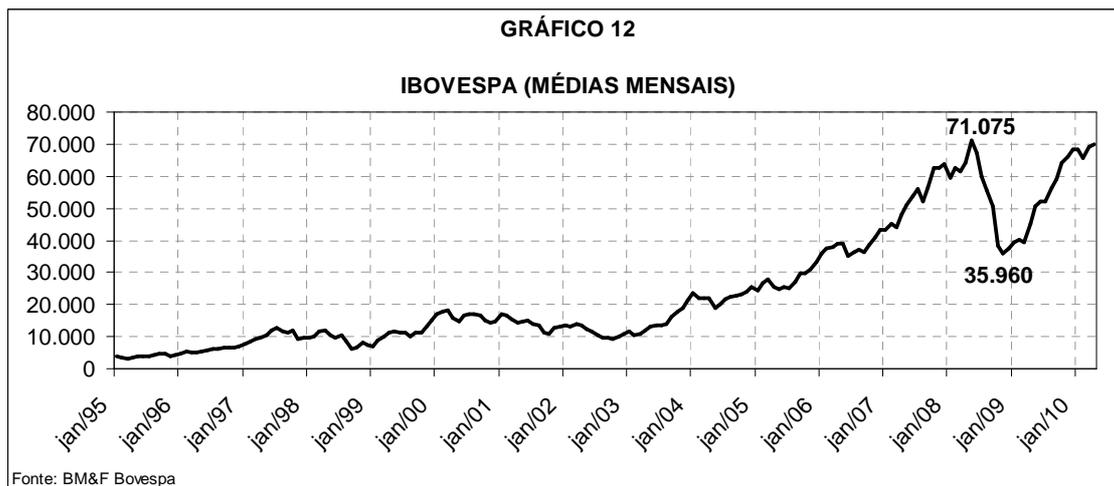
GRÁFICO 11



Fonte: Banco Central do Brasil

No primeiro semestre de 2008, os ingressos no mercado de ações foram ainda maiores, principalmente após ter sido considerado *investment grade* pela agência de avaliação de risco *Standard and Poor's* em abril, chegando a atingir o patamar histórico de 73 mil pontos em maio de 2008. No entanto, no segundo semestre, com o agravamento da crise financeira internacional e o aumento da aversão ao risco, os investidores acabaram retirando seus investimentos dos mercados emergentes, realocando os mesmos em ativos de maior liquidez e de menor risco. O Brasil foi um dos países que sofreu maior quantidade de saídas líquidas no mercado de ações.

O gráfico 12 abaixo mostra o histórico do índice Bovespa com as médias mensais a partir de janeiro de 1995, onde podemos perceber claramente os efeitos da crise no mercado de ações no país. O índice vinha registrando crescimento até maio de 2008, quando começou a cair após atingir a média mensal máxima de 71 mil pontos. A maior queda no índice se deu no mês de outubro, com a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers, gerando uma crise sistêmica nos mercados financeiros, principalmente nos EUA, levando os investidores estrangeiros a desfazerem suas posições nos mercados de ações dos países emergentes. Em outubro, o índice Bovespa atingiu a média mensal de 35,9 mil pontos voltando a patamares de 2006.

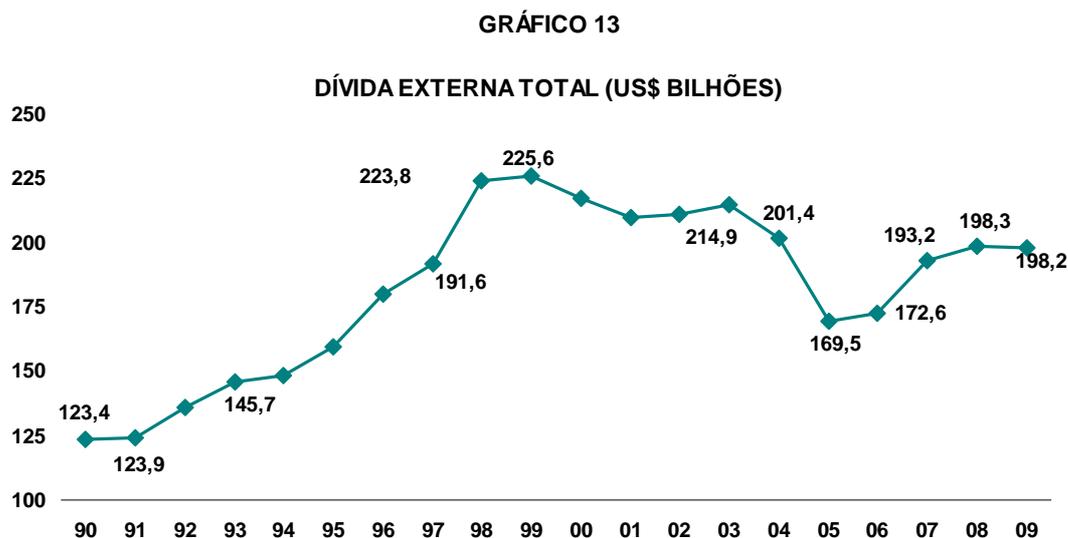


Devido a crise, o saldo de investimentos em carteira passou de 48,4 bilhões de dólares em 2007 para 1,1 bilhões em 2008. Em 2009, com a relativa melhora da situação econômica mundial e a redução do estresse nos mercados financeiros em comparação a 2008, os investidores voltaram a comprar ativos no Brasil, tendo em vista as melhores oportunidades de rendimentos no país. O gráfico mostra a melhora no índice Bovespa em 2009, o que elevou o saldo de investimentos em carteira a um patamar de 49,1 bilhões de dólares no mesmo ano.

## 4) Evolução do Endividamento Externo

### 4.1) Histórico

Ao observar o histórico da dívida externa brasileira, percebemos tendências diferentes ao longo do tempo (gráfico 13).

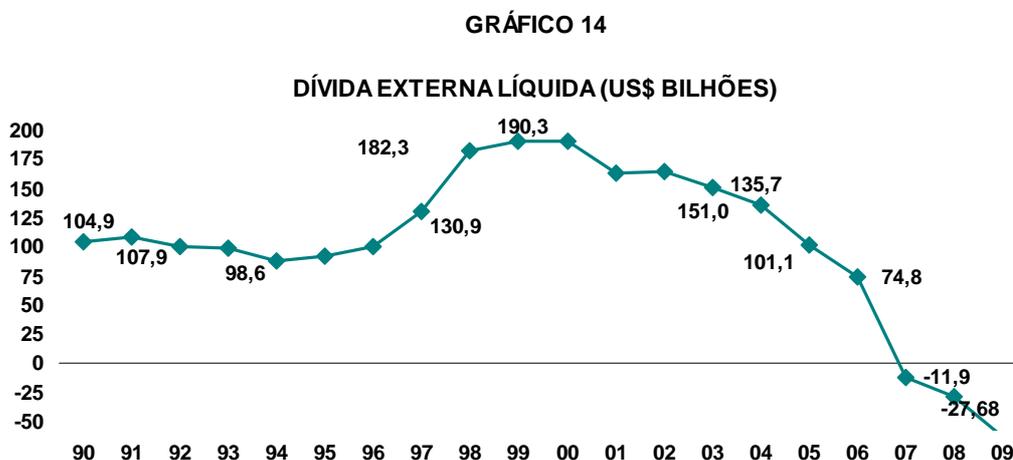


Podemos perceber uma fase de crescimento acelerado da dívida externa entre 1990 e 1998. A partir daí, a dívida externa passou a apresentar uma leve tendência de queda até 2003, quando caiu expressivamente até 2005. Após esse período, subiu um pouco até 2007 e se manteve relativamente estável a partir de então.

Na década de 90, o crescimento mais acelerado da dívida externa se deu a partir de 1995, no período pós Plano Real, quando após 15 anos de ausência do mercado internacional de capitais, o país voltou a emitir títulos da dívida pública. O início da década de 90 foi um período de longas negociações da dívida externa, destacando-se o período até 1993, quando houve a criação do Plano Brady e a renegociação da dívida externa brasileira. Após 1998, a dívida externa se manteve relativamente estável até 2003 quando, com o início do mandato do presidente Lula, houve uma redução acelerada da dívida até 2005. De 2007 à 2009, desde o início da crise, não houve mudança de patamar no valor da dívida externa total.

Podemos perceber pelo gráfico que a crise financeira internacional de 2008 não afetou muito a dívida externa total brasileira, no entanto, se observarmos a dívida externa líquida (que compreende a dívida externa total, deduzida das reservas

internacionais, dos haveres de bancos comerciais e créditos brasileiros no exterior), percebemos grandes mudanças a partir de 2007. O gráfico abaixo mostra a evolução da dívida externa líquida brasileira, com início em 1990:



O gráfico mostra que, a partir do final de 2007, o Brasil passou de devedor à credor internacional, de forma que o total registrado de sua dívida externa passou a ser menor que o montante de suas reservas cambiais. Apesar do leve aumento da dívida externa total durante a crise, o mesmo foi compensado com folga pela redução do serviço da dívida e pelo aumento das reservas internacionais no mesmo período, o que levou à redução da dívida externa líquida.

Algumas das medidas que levaram a essa redução e melhora do perfil do endividamento externo público, foram o pagamento antecipado das dívidas adquiridas com o FMI e o Clube de Paris, a liquidação do passivo restante de títulos Bradies, e a recompra de títulos com o prazo de vencimento mais curto. Essas medidas começaram a ser tomadas a partir de 2005, o que explica a redução drástica da dívida externa líquida a partir desse ano.

A dívida externa total vem mantendo relativa estabilidade, mesmo durante a crise, assim como também vem reduzindo sua participação no passivo externo de maneira significativa. É de grande valia ressaltar a mudança no perfil do passivo externo brasileiro nos últimos anos, de forma que o montante relativo ao pagamento de juros vem diminuindo devido à redução da participação da dívida externa no total do passivo, enquanto que a entrada de investimentos no país, principalmente de IED, vem crescendo, ajudando no financiamento do balanço de pagamentos.

## 4.2) Perfil

O perfil da dívida externa vem mudando nos últimos anos. A tabela 5 abaixo traz a evolução da dívida externa desde 2003, mostrando a composição da mesma por moeda, de acordo com seus valores absolutos e percentuais:

**Tabela 5 - Dívida Externa Registrada ( Distribuição por Moeda)**

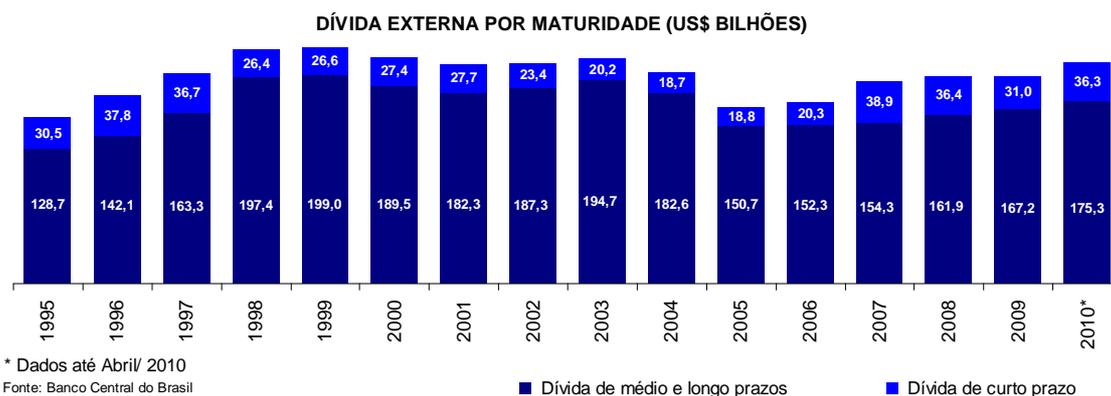
Discriminação	2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009	
	Dez		Dez		Dez		Dez		Dez		Dez		Dez	
	US\$ milhões	Par. %												
Dólar EUA	139.053	69,5	128.879	69,5	126.233	82,1	127.068	81,4	123.734	74,7	135.841	79,8	140.870	79,9
Iene	13.921	7,0	12.037	6,5	10.481	6,8	11.084	7,1	18.036	10,9	15.931	9,4	11.002	6,2
Zona do Euro	17.549	9,0	18.056	9,7	13.114	8,5	11.684	7,5	10.502	6,3	9.154	5,4	8.861	5,0
DES	28.269	14,1	25.009	13,5	11	0,0	10	0,0	9	0,0	7	0,0	4.516	2,6
Libra esterlina	729	0,4	649	0,4	507	0,3	299	0,2	115	0,1	144	0,1	123	0,1
Franco suíço	398	0,2	370	0,2	143	0,1	76	0,0	54	0,0	66	0,0	85	0,0
Dólar canadense	132	0,1	122	0,1	116	0,1	66	0,0	65	0,0	5	0,0	3	0,0
Outras	54	0,0	260	0,1	3.145	2,0	5.774	3,7	13.091	7,9	8.972	5,3	10.776	6,1
<b>Total</b>	<b>200 105</b>	<b>100</b>	<b>185 382</b>	<b>100</b>	<b>153 750</b>	<b>100</b>	<b>156.062</b>	<b>100</b>	<b>165.606</b>	<b>100</b>	<b>170.120</b>	<b>100</b>	<b>176.234</b>	<b>100</b>

Fonte: Banco Central do Brasil

Podemos perceber que houve um leve aumento da dívida em valores absolutos para o Dólar americano a partir do início da crise financeira em 2007. No entanto, em termos percentuais, tivemos uma redução da participação do Dólar americano e um aumento do Iene e de outras moedas com o início da crise. Em 2008 e 2009, tivemos um leve aumento da dívida externa total, sendo que a maior parte desse aumento foi obtido em Dólares americanos, aumentando um pouco o percentual de participação dessa moeda no total da dívida.

Em relação à maturidade, a dívida tem mantido aproximadamente o mesmo perfil nos últimos anos. O gráfico 15 mostra o perfil da dívida externa total de acordo com o seu prazo de vencimento:

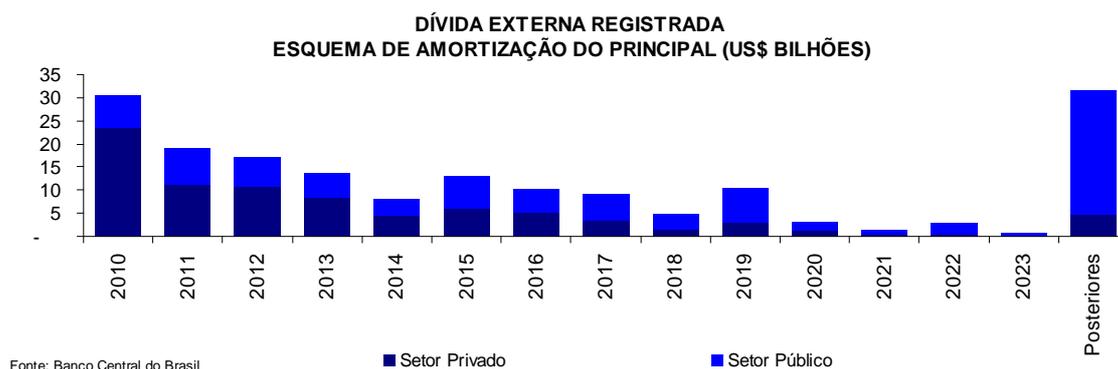
GRÁFICO 15



A maior parte da dívida apresenta vencimento de longo prazo. Em 2007, houve um aumento da dívida de curto prazo, que quase dobrou em relação ao ano anterior, passando a representar em torno de 20% do total da dívida nesse ano.

A maior parte da dívida externa total registrada é referente ao setor público, que de acordo com o saldo em dezembro de 2009, contemplava 52% do total da dívida. O gráfico 16 abaixo traz o cronograma de amortização do principal da dívida externa registrada, mostrando as parcelas referentes ao setor público e ao setor privado:

GRÁFICO 16



O gráfico mostra que o cronograma de amortizações referente ao setor público é mais longo do que o referente ao setor privado, que terá 76% da sua dívida amortizada até 2015, enquanto que o setor público terá amortizado somente 40% até o mesmo ano.

## 5) Evolução das reservas internacionais e indicadores de sustentabilidade externa

As reservas internacionais têm alcançado patamares recordes desde 2005, o que tem sido um dos principais responsáveis pelo fortalecimento da economia brasileira. O crescimento das reservas internacionais e a redução da dívida externa melhoraram o perfil do passivo externo brasileiro e levaram o Brasil à condição de credor internacional no final de 2008. Essa melhor posição externa brasileira contribuiu para a redução da sensibilidade da nossa economia frente a choques externos, favorecendo o reconhecimento da economia como porto seguro para investimentos estrangeiros, o que deu ao país o esperado grau de investimento pelas principais agências de avaliação de risco do mercado.

Como vimos até agora, a crise financeira internacional exerceu impacto limitado sobre o balanço de pagamentos brasileiro, o que se deveu em grande parte ao fortalecimento do setor externo brasileiro, tido em grande parte pela evolução recente das reservas internacionais. O gráfico 17 mostra como as reservas vêm evoluindo desde 1990 até março de 2010:



\* Dados até Abril/2010

Fonte: Banco Central do Brasil

Em 2008, com o agravamento da crise do mercado de hipotecas norte-americano, com o anúncio de concordata do banco de investimentos Lehman Brothers, o Banco Central do Brasil teve que abandonar momentaneamente o processo de recomposição das reservas cambiais por meio da compra de dólares. Isso culminou em uma redução das reservas internacionais entre o final de 2008 e início de 2009.

Com a redução do estresse nos mercados financeiros internacionais a partir de

meados de 2009, o mercado cambial doméstico voltou a apresentar superávits, o que levou o Banco Central do Brasil a retomar a política de acumulação de reservas. Dessa forma, as reservas mantiveram o crescimento em 2009 e até o momento presente em 2010, se mantendo estáveis durante a crise. A estabilidade das reservas internacionais e a redução da participação relativa da dívida externa no total de passivos do país em favor de investimentos, tanto diretos (IED) quanto em carteira, reforçam o argumento da resistência do setor externo à crise financeira global.

A crise financeira internacional serviu como um teste à estratégia de governo de acúmulo de reservas internacionais iniciada em 2004. Ao contrário de vários outros países, o Brasil não sofreu tanto com a crise, já que as reservas internacionais serviram como uma espécie de seguro contra a mesma, melhorando a percepção do mercado com relação à estabilidade e sustentabilidade da economia nacional. A tabela 5 mostra a evolução de alguns dos principais indicadores de sustentabilidade externa do país:

Tabela 5 - Dívida Externa Registrada ( Distribuição por Moeda)

Discriminação	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
Juros/Exportações	33,7	29,0	28,0	23,6	19,4	14,8	12,2	10,8	9,5	7,9	9,1	8,2
Dívida Total Líquida/Exportações	3,6	3,1	2,8	2,7	2,1	1,4	0,9	0,5	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3
Dívida Total Líquida/PIB	29,7	26,5	29,4	32,7	27,3	20,4	11,5	6,9	-0,9	-1,7	-3,9	-2,9

Fonte: Banco Central do Brasil

\* posição de Abril

A partir da política de acumulação de reservas iniciada em 2004, o Brasil diminuiu sua exposição a crises cambiais (como havia ocorrido no passado), o que, junto às melhoras no balanço de pagamentos, tornou o país menos vulnerável a crises externas, o que foi de suma importância para manter a economia real relativamente estável durante a crise. Podemos ver que os indicadores de sustentabilidade externa foram, de certa forma, afetados com a crise das hipotecas nos Estados Unidos. Com o leve aumento da dívida externa total (e o conseqüente aumento do pagamento de juros) e, principalmente, a redução das exportações durante a crise, o indicador juros/exportações, que vinha numa longa trajetória de queda, sofreu um leve aumento em 2009. Por outro lado, o indicador dívida total líquida/exportações se tornou mais negativo no mesmo período, mostrando a redução da dívida externa líquida, que se deve, principalmente, ao aumento das reservas internacionais. O indicador dívida externa líquida/PIB também se tornou mais negativo, mostrando que, apesar da redução

da taxa de crescimento da economia em 2008 e da retração econômica em 2009, a redução da dívida externa foi maior e acabou melhorando o indicador econômico.

Em suma, os indicadores de sustentabilidade externa do país mostraram que, apesar da deterioração do mercado financeiro internacional, o país se portou muito bem durante a crise, consolidando sua posição como credor internacional, com a redução da dívida externa líquida. Ocorreram reduções nas exportações, no PIB em dólares, nas reservas internacionais e no superávit da dívida externa total líquida, no entanto, podemos ressaltar que todas essas mudanças ocorridas foram bem modestas diante da magnitude da crise em questão. Isso mostra o fortalecimento da posição externa brasileira e a redução de sua vulnerabilidade às crises externas.

## 6) Conclusão

Dado o histórico de crises pelo qual passamos no passado, e a magnitude da crise financeira mundial em 2008, era esperado que os efeitos da mesma sobre a economia brasileira fossem devastadores, como foram em crises passadas. Os impactos recessivos da crise financeira internacional sobre a atividade econômica mundial causaram efeitos rápidos e expressivos sobre o balanço de pagamentos brasileiro, no entanto, a condução adequada da política econômica nos últimos anos permitiu a manutenção das contas externas nacionais durante a crise. O país pôde, através do desempenho de suas contas externas, financiar o balanço de pagamentos durante a crise e dar continuidade à acumulação de reservas, tornando os efeitos da mesma sobre a economia real brasileira relativamente pequenos, em relação a outras economias.

Observamos a deterioração das transações correntes como a pior consequência da crise sobre nossas contas externas, provocando déficits em proporções não vistas há 10 anos. Além da piora no saldo da balança comercial tivemos a leve deterioração na conta de serviços, com destaque para as viagens internacionais, e na conta de rendas, com as remessas de lucros para o exterior. Com a piora no saldo em transações correntes tivemos um aumento das necessidades de financiamento externo, mesmo com o crescimento de IED até o final de 2008. Observamos também um leve aumento da dívida externa total, apesar da redução da dívida externa líquida e a consolidação da posição credora do país no mercado internacional.

O fato é que, mesmo com todos esses impactos, o balanço de pagamentos pôde ser financiado pela conta financeira, com destaque para os investimentos estrangeiros de longo prazo no país. A deterioração observada no cenário econômico mundial durante a crise, consistente com a piora do desempenho econômico dos EUA e às expectativas em relação a sua recuperação, exerceu impacto restrito sobre a economia brasileira devido ao fortalecimento da situação externa do país. Isso pode ser visto com a melhora dos indicadores de sustentabilidade externa, que mostram o fortalecimento do país durante a crise.

A política econômica de acumulação de reservas, iniciada em 2004 teve papel fundamental nesse quesito. O patamar alcançado pelas reservas internacionais reduziu em grande escala os riscos relativos ao atendimento do serviço da dívida externa, o que atraiu, cada vez mais, investimentos tanto diretos quanto em carteira para o país, que

foram os grandes responsáveis pelo financiamento do déficit em transações correntes, mantendo o saldo positivo no balanço de pagamentos. A posição externa fortalecida torna o Brasil ambiente seguro e estável para investimentos estrangeiros.

As projeções para 2010 trazem novamente um déficit em conta corrente que deve inclusive ser ampliado em relação ao ano anterior, tanto pelo aumento das importações com a retomada do nível de atividade interna, quanto pelo aumento das remessas líquidas de lucros e dividendos. Esse déficit deverá novamente ser financiado pelos investimentos estrangeiros diretos e em portfólio. O PIB já voltou a crescer no primeiro trimestre, com um bom desempenho em relação às demais economias, mostrando a recuperação do país em relação a crise financeira internacional.

Grande parte dos estudos econômicos hoje em dia gira em torno da crise financeira atual. No entanto, a maior parte deles não enfatiza os efeitos da mesma na economia dos países emergentes, principalmente sobre o Brasil. O fato do país ter sido arrasado em crises passadas e estar enfrentando a atual da forma como vem fazendo, desperta a curiosidade de grande parte dos estudantes de economia. O objetivo do estudo foi mostrar uma análise descritiva dos efeitos da crise sobre as contas externas brasileiras e a importância de sua solidez para o enfrentamento de crises externas (nesse caso, a atual crise de 2008).

## **Bibliografia**

Relatório de Inflação do Banco Central do Brasil

Boletim Mensal – Banco Central do Brasil

Séries Perguntas Mais Frequentes: Contas Externas – Banco Central do Brasil  
(<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ08-Contas%20Externas.pdf>)

Krugman, Paul *A Crise de 2008 e a Economia da Depressão*

Ricupero, Rubens; Bresser-Pereira, Luiz C.; Ocampo, José A.; Nassif, Luís *A Crise Internacional e seu impacto no Brasil.*

Penido de Freitas, Maria C. *Os Efeitos da Crise Global no Brasil: Aversão ao Risco e Preferência pela Liquidez.*

Corrêa de Lacerda, Antonio *Financiamento externo e instabilidade: uma abordagem pós-keynesiana sobre a economia brasileira do período 1999-2008.*