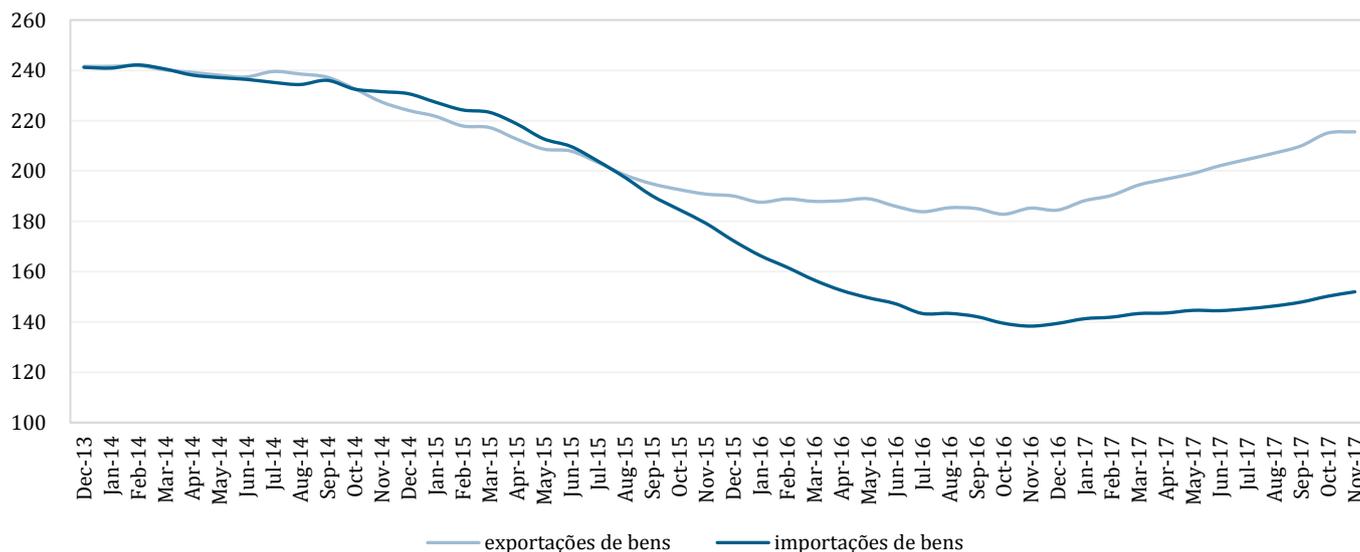


1. SETOR EXTERNO

1.1 Transações correntes

Conforme explorado no RAF de julho de 2017¹, o presente relatório volta a analisar a situação das contas externas dada sua importância para o desempenho da economia do país, mas também para as contas fiscais. A situação das contas externas já era favorável na ocasião e melhorou ainda mais. O superávit nas transações com bens tem crescido, no acumulado em doze meses, diminuindo o déficit das transações correntes e a necessidade de financiamento externo do país. Embora a entrada líquida de capitais, exclusive investimentos diretos, seja negativa, os investimentos diretos mantem-se elevados e mais que suficientes para garantir o financiamento externo, possibilitando ainda algum acúmulo de reservas internacionais. O Gráfico 6 retrata as transações de bens com o exterior, no acumulado em doze meses, desde o final de 2013².

GRÁFICO 7. EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES DE BENS - ACUMULADO EM DOZE MESES - US\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

É possível ver que tanto exportações como importações caíram no biênio 2015-2016, mas as importações caíram de modo muito mais pronunciado. Tal fato se deveu em especial à brutal redução do nível de atividade econômica no

¹ Disponível em http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/530364/RAF_06_2017.pdf

² Os dados relativos às transações correntes e de capitais do país com o exterior foram retirados da página eletrônica do Banco Central, nas séries temporais - tabelas especiais, relativas ao balanço de pagamentos. Os dados das exportações e importações de dezembro já estão disponíveis na página eletrônica do Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços, mas não obedecem exatamente aos mesmos critérios utilizados pelo Banco Central em suas estatísticas relativas ao balanço de pagamentos. De acordo com esses dados, o saldo comercial subiu de R\$ 47,7 bilhões, em 2016, para R\$ 67 bilhões, em 2017. Enquanto as exportações subiram 17,6%, as importações cresceram 9,6%, comparando-se esses dois anos.

período. Como resultado, as quantidades importadas caíram 25,2%, comparando-se 2014 e 2016³. No caso das quantidades exportadas, houve aumento de 11,8%. Essa disparidade bem mais que compensou o pior desempenho dos preços das vendas externas em relação aos preços das vendas internas, 26,4% e 19,8% de queda, respectivamente, comparando-se os mesmos períodos. Como resultado desses movimentos, o equilíbrio nas transações com bens ao final de 2014 cedeu lugar a crescentes superávits, culminando nos US\$ 45 bilhões, de 2016.

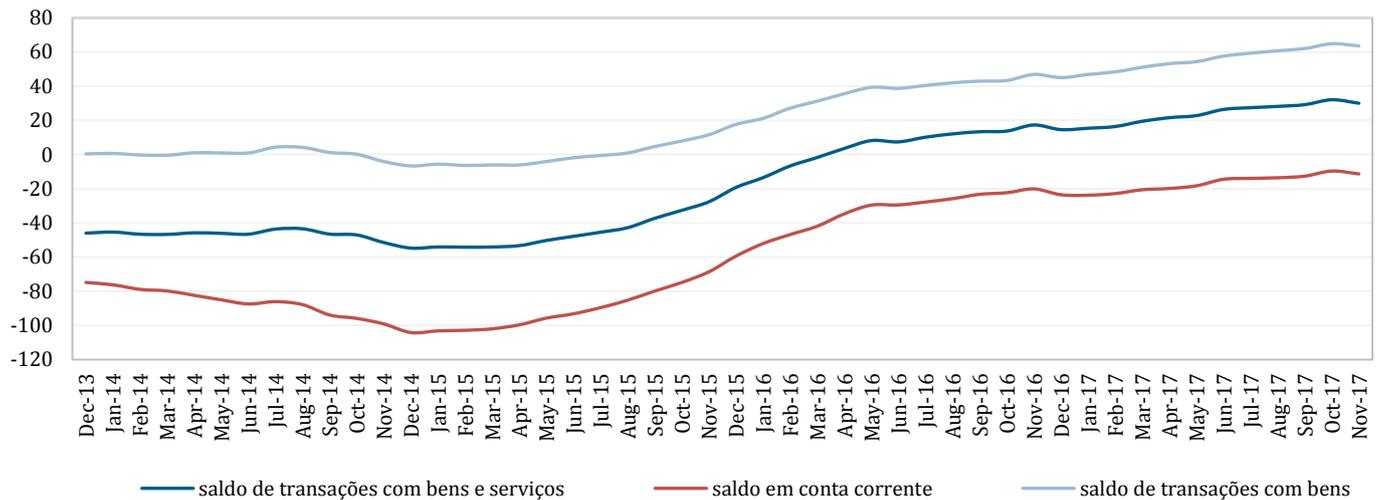
Ao longo de 2017, tanto as exportações como as importações voltaram a subir, no acumulado em doze meses, mas como as vendas externas cresceram mais rápido, o superávit prosseguiu em ascensão e chegou aos US\$ 63,6 bilhões, no acumulado em doze meses, encerrados em novembro. Em termos de preços e quantidades, constata-se no ano passado padrão distinto do observado no biênio anterior, com recuperação de preços de importações e exportações (10,8% e 3,6%, respectivamente, comparando-se novembro de 2017, com o mesmo mês do ano anterior, no acumulado em doze meses), bem como aumento de quantidades de ambas (4,8% e 5,8% relativos às exportações e importações, respectivamente).

No conjunto de dados relativos a 2017, cabe registro especial ao incremento das quantidades importadas, já que as quantidades exportadas já vinham crescendo anteriormente. O aumento das compras externas provavelmente se deveu à recuperação moderada da atividade econômica, no ano passado. Se assim for, a esperada recuperação mais vigorosa da economia em 2018 deverá levar a novos aumentos das compras externas e, conseqüentemente, a reduções do saldo da balança comercial, a menos que haja alguma mudança relevante nos termos de troca do país (preços das exportações em relação ao preço das importações). Na verdade, a esperada diminuição do saldo comercial é apenas a reversão dos ganhos verificados nos últimos anos, fruto de uma das maiores recessões vividas pelo país em décadas. O importante é que esse processo se dê de forma equilibrada, sem que o setor externo passe a representar obstáculo à recuperação mais vigorosa da economia.

O saldo das transações corrente do país com o exterior resulta da soma entre o saldo das transações com bens, o saldo do comércio com serviços e os pagamentos líquidos de renda feitos ao exterior. O Gráfico 8 apresenta três curvas. A primeira mostra a evolução do saldo das transações com bens, fruto da diferença entre as exportações e as importações retratadas no Gráfico 7. A segunda informa o saldo das transações com bens e serviços. A terceira, por fim, mostra o saldo final das transações correntes que inclui também os pagamentos líquidos de renda ao exterior. Tal qual o Gráfico 6, o período coberto inicia-se ao final de 2013 e os valores referem-se ao acumulado dos últimos doze meses.

³ Os dados relativos a preços e quantidades de exportações e importações foram extraídos do Boletim de Comércio Exterior da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), disponível na página eletrônica da instituição.

GRÁFICO 8. TRANSAÇÕES CORRENTES, ACUMULADO EM DOZE MESES - US\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

Conforme se pode ver no Gráfico 8, a curva que mostra o comércio com bens e serviços está sempre abaixo da curva que retrata apenas o comércio com bens, pois o Brasil é bastante deficitário nas transações com serviços, notadamente em itens como viagens, propriedade intelectual, aluguel de equipamentos, serviços de arquitetura e engenharia e transportes. Em novembro de 2017, enquanto o saldo comercial acumulado nos últimos doze meses estava em US\$ 63,6 bilhões, o saldo positivo com a inclusão de serviços chegou a US\$ 30 bilhões, vale dizer déficit de US\$ 33,5 bilhões nas transações com serviços, sendo US\$ 67,9 bilhões de despesas e US\$ 34,4 bilhões de receitas. Trata-se de tradicional déficit estrutural da economia brasileira que gera gargalos importantes em períodos de crescimento econômico mais acelerado.

A terceira curva retratada no Gráfico 8, por fim, mostra o saldo final das transações correntes do país, que inclui os pagamentos líquidos de renda ao exterior. Esses pagamentos consistem principalmente nos rendimentos de capitais trazidos ao país, notadamente os lucros advindos dos investimentos diretos em empresas, os rendimentos dos investimentos em carteira (títulos e ações) e os juros decorrentes dos empréstimos tomados no exterior. Como o Brasil é um grande importador de capitais, os fluxos de renda são bastante deficitários, tais quais os serviços. O déficit acumulado nos últimos doze meses encerrados em novembro dos pagamentos líquidos chegou a US\$ 41,4 bilhões, sendo US\$ 16,7 bilhões de receitas e US\$ 58,1 bilhões de despesas.

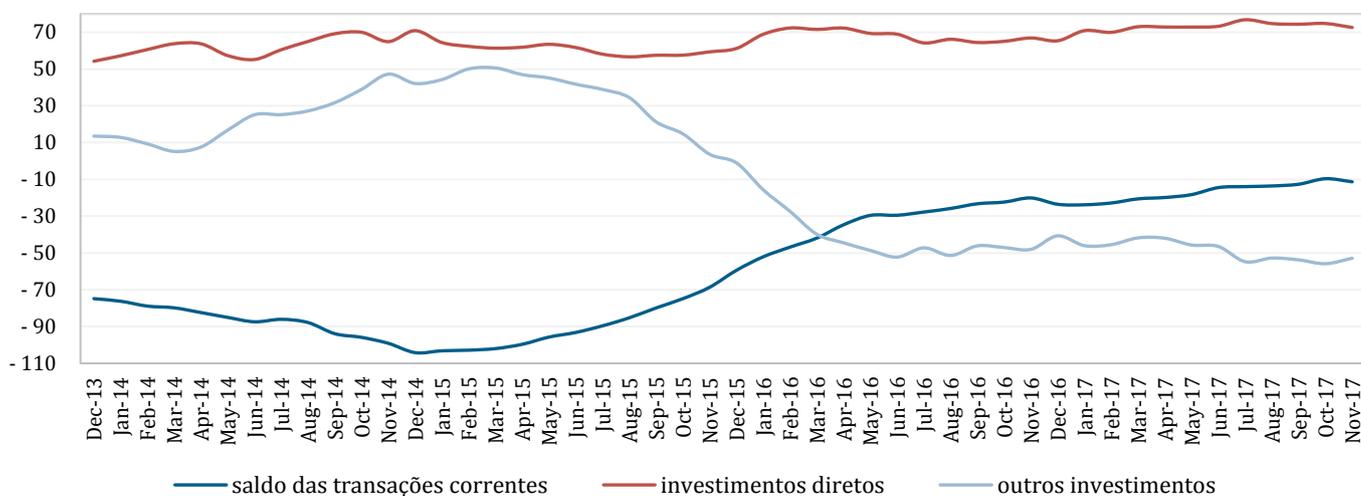
Como resultado do superávit da balança comercial e dos déficits no comércio com serviços e pagamentos de rendas, o déficit das transações correntes do país, chegou a US\$ 11,3 bilhões nos doze meses encerrados em novembro. Trata-se de um déficit bastante baixo, comparando-se com o histórico do Brasil que, na sua condição de país em desenvolvimento, requer a complementação de poupança externa. A semelhança entre as curvas retratadas no Gráfico 8 mostra como a evolução das exportações e das importações de bens foi decisiva para ditar a evolução do saldo das transações correntes. Ao final de 2014, quando a balança comercial ainda apresentava pequeno déficit, o saldo negativo das transações correntes estava em US\$ 104,2 bilhões (4,24% do PIB). Com a posterior pronunciada queda das importações de bens, não acompanhada de redução equivalente das exportações de bens, foi possível elevar significativamente o superávit das transações com bens e, assim, reduzir em igual dimensão o déficit das transações correntes. Esse déficit deverá voltar a subir com a recuperação do crescimento econômico, a menos que haja alguma mudança relevante nos termos de troca do país, conforme já destacado.

1.2 Transações de capitais

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

O Gráfico 8 informa a evolução da conta de capitais, discriminando a entrada líquida de investimento direto em empresas do país dos demais investimentos (empréstimos, créditos comerciais, depósitos e investimentos em títulos e ações). Doravante, todos esses itens serão denominados outros investimentos, para distingui-los dos investimentos diretos. O Gráfico 9 informa ainda o saldo das transações correntes tal qual indicado no Gráfico 8. Os números são apresentados no acumulado dos últimos doze meses e cobrem o período pós 2013.

GRÁFICO 9. TRANSAÇÕES FINANCEIRAS - ACUMULADO EM DOZE MESES - US\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

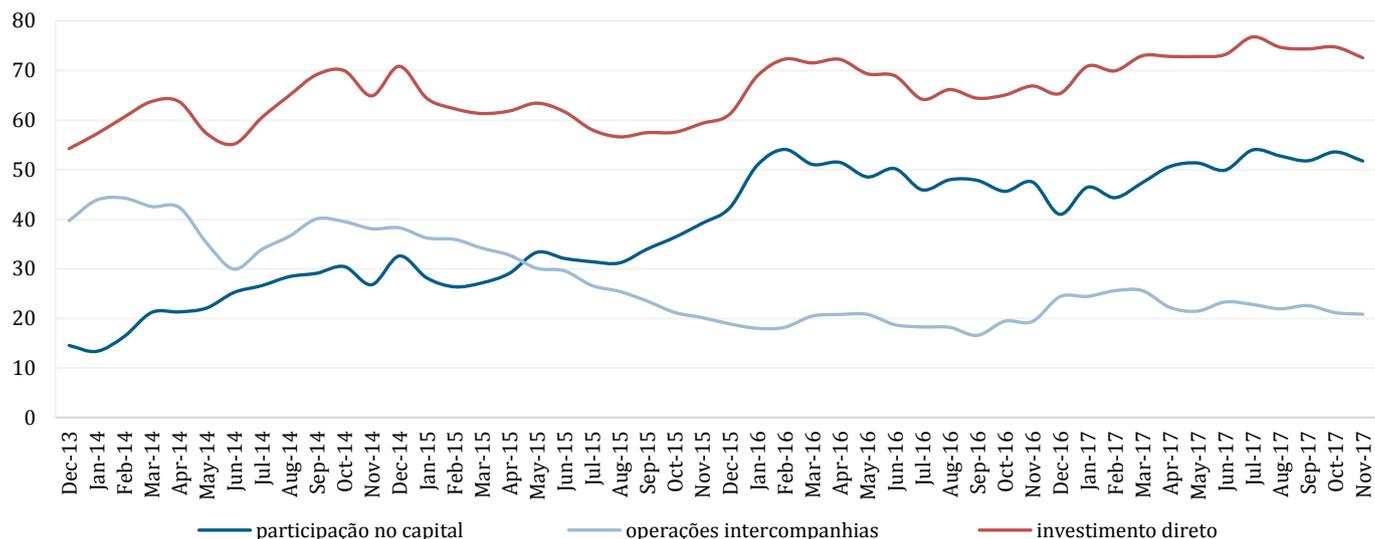
Os investimentos diretos e os outros investimentos evoluíram de modo bastante distinto nos últimos anos. Enquanto os primeiros mantiveram-se relativamente estáveis em patamar elevado, próximo de US\$ 70 bilhões, de modo até surpreendente dada a sorte de acontecimentos observados no país durante o período, os outros investimentos caíram significativamente a partir do início de 2015, permanecendo desde junho de 2016 em cerca de US\$ 50 bilhões negativos, no acumulado dos últimos doze meses. Tal fato só não dificultou o financiamento externo do país por conta da estabilidade dos investimentos diretos e da redução do déficit das transações correntes. Em novembro de 2017, no acumulado dos últimos doze meses, enquanto os investimentos diretos chegaram a US\$ 72,6 bilhões, os outros investimentos estavam em US\$ 52,9 bilhões, negativos. A diferença serviu para financiar o déficit nas transações correntes, de US\$ 11,3 bilhões, e propiciar acumulado extra de reservas internacionais⁴.

⁴A variação das reservas não corresponde simplesmente à diferença entre os investimentos (diretos e outros investimentos), e o déficit nas transações correntes, pois existem ainda outras contas de menor importância. O saldo dessas outras contas ao término de novembro, no acumulado dos últimos meses, não chegou a US\$ 5 bilhões, composto basicamente de erros e omissões. Essa conta é calculada pela diferença entre a variação das reservas e o resultado produzido por todas as outras contas do balanço de pagamentos, com base na suposição de que a aferição das reservas é mais apurada do que a de todas as demais contas.

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

Já os investimentos diretos nas empresas são guiados por considerações de longo prazo, mais do que a expectativa de retorno no curto prazo, já que as decisões nesse caso não são facilmente revertidas a custo baixo. Vale separar dois componentes do investimento direto: o investimento direto propriamente dito, também chamado de participação no capital, e as operações intercompanhias. Essas operações, espécie de empréstimos das matrizes às filiais no Brasil, possuem natureza híbrida, pois devem orientar-se, em certa medida, pela avaliação de retorno esperado no Brasil no curto prazo. O Gráfico 10 mostra a evolução desses dois itens do investimento direto, no acumulado em doze meses, desde dezembro de 2013.

GRÁFICO 10. INVESTIMENTO DIRETO - ACUMULADO EM DOZE MESES - US\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

No biênio 2014-2015, os dois itens evoluíram de modo bastante distinto, pois enquanto a participação no capital subiu, o fluxo de operações intercompanhias caiu. No biênio 2016-2017, ainda que tenha havido oscilação, a tendência de ambas se manteve em cerca de US\$ 50 bilhões e US\$ 20 bilhões, respectivamente. A evolução dos operações intercompanhias parece ter seguido um padrão um pouco mais próximo ao da evolução dos outros investimentos registrada no Gráfico 9, mas de modo bem menos pronunciado, o que confirma a natureza híbrida antes registrada.

Já a participação no capital mostrou nítida tendência de aumento em um período de grave crise econômica e, em seguida, estabilizou-se em patamar elevado. Entre o início de 2014 e o início de 2016, o fluxo subiu cerca de quatro vezes, alcançando os US\$ 54 bilhões, em fevereiro de 2016. Desde então, tem-se mantido próximo desse patamar. Pode-se conjecturar as razões desse aparente contra-senso. Como a participação no capital é orientada por horizonte de longo prazo, o seu incremento em um período de grave crise econômica parece sustentar-se em uma avaliação positiva a

respeito da superação da crise e posterior recuperação do crescimento. Outra explicação é o aproveitamento pelos investidores externos do barateamento dos ativos brasileiros causado pela crise, ainda mais com a desvalorização cambial observada em 2015. É claro que as duas possibilidades não são excludentes e podem ter atuado conjuntamente para elevar a participação no capital no período.

1.3 Investimentos no Brasil e dívida externa

A essa altura, vistas as transações correntes e de capitais entre os residentes e o restante do mundo, vale analisar em mais detalhes a composição dos estoques de investimentos no Brasil, incluindo aí os investimentos diretos e os outros investimentos, tais quais definidos acima. Esses estoques foram formados a partir dos investimentos feitos no país ao longo do tempo. Esse enfoque permite avaliar melhor o potencial de movimentos de capitais para fora do país. Permite verificar ainda a adequação do estoque de reservas internacionais, que corresponde a crédito do país perante o mundo. A Tabela 1 abaixo mostra essa composição em novembro de 2017, último mês com dados disponíveis⁵.

TABELA 1 - COMPOSIÇÃO DO INVESTIMENTO NO BRASIL (NOVEMBRO DE 2017)

	US\$ milhões	Part. %
Total	1.558.469	100
Investimento direto no país	799.619	51,3
Participação no capital	562.993	36,1
Operações intercompanhia	236.626	15,2
Investimentos em carteira	540.077	34,7
Ações	313.818	20,1
No país	233.954	15,0
No exterior	79.864	5,1
Títulos de dívida	226.259	14,5
No país	127.603	8,2
No exterior	98.656	6,3
Empréstimos	212.431	13,6
Outros*	6.091	0,4
Derivativos	250	0,0

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

* inclui crédito comercial, depósitos e Direito Especial de Saque.

O estoque de investimentos no país em novembro de 2017 chegou a US\$ 1,6 trilhão, sendo US\$ 799,6 bilhões em investimentos diretos (51,3% do total), US\$ 540,1 bilhões em investimentos em carteira (34,7% do total) e US\$ 212,4 bilhões em empréstimos (13,6% do total). Trata-se de montante bastante elevado, que traria sérias dificuldades caso parte dele saísse do país em curto espaço de tempo. Uma possível forma de avaliar os riscos advindos desses movimentos é a comparação com as reservas internacionais, que podem ser utilizadas para atender à demanda por divisas, isolando o restante da economia dos potenciais efeitos negativos de alterações abruptas do cenário cambial.

⁵ A Tabela 1 foi montada com base no Quadro XXXI-A das Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa – Setor Externo, divulgada regulamente na página eletrônica do Banco Central. Observe-se que se trata da posição de investimento no Brasil, sem descontar o investimento do país no exterior. O Banco Central também disponibiliza um quadro relativo à essa posição, cujo principal item são as reservas internacionais.

Em novembro de 2017, as reservas estavam em US\$ 381,1 bilhões (conceito de caixa). Tal montante corresponde a 24,4% do total do passivo. Entretanto, a relação não é adequada para avaliar o tamanho das reservas. Boa parte dos investimentos não pode ser desfeita imediatamente sem elevados custos, a exemplo da participação no capital. Do mesmo modo, as ações podem ser vendidas com rapidez, mas a preços baixos, se as vendas forem intensas e concentradas no tempo. Ademais, no caso das ações no país, quitadas em moeda nacional, ocorre perda extra na saída, pois os períodos de estresse são acompanhados de desvalorização cambial, o que reduz o valor em real dos investimentos dos não residentes. O mesmo ocorre com os títulos de dívida no país, liquidados em reais. Excluindo-se esses itens do total do passivo internacional, resta a dívida externa do país, mais as operações intercompanhias, totalizando US\$ 553,8 bilhões. A dívida externa representou US\$ 317,2 bilhões desse total e resulta da soma de três itens da Tabela 1: US\$ 212,4 bilhões relativos a empréstimos (67% do total); US\$ 98,7 bilhões, referentes a títulos da dívida no exterior (31,1 %); e US\$ 6,1 bilhões da conta *outros* (1,9%).

O prazo é uma variável bastante relevante quando se trata de avaliar a situação das contas externas e o tamanho das reservas internacionais. A dívida externa de curto prazo, aquela que vence em até doze meses, está sujeita ao risco de refinanciamento, pois as condições de mercado vigente na ocasião do vencimento podem não ser favoráveis, especialmente em momentos de agravamento do quadro econômico. Por isso, as reservas internacionais podem ser mais adequadamente comparadas com essa parcela da dívida do que com o total do passivo. Entretanto, tal critério de separação considera o vencimento da dívida no momento da contratação. Ocorre que parcela da dívida de longo prazo também vence em até doze meses, de acordo com o cronograma de amortização estabelecido. Ademais, há os juros a serem pagos nesse período. Por isso, o Banco Central divulga os dados da chamada dívida externa por prazo residual com dados relativos aos juros e ao principal da dívida a vencer em até doze meses (dívida de curto prazo mais dívida de longo prazo a vencer em doze meses), discriminando-se ainda governos, bancos, outros setores e as operações intercompanhias. Tais dados estão na Tabela 2, com informações relativas a setembro de 2017, último dado disponível⁶.

TABELA 2. JUROS E PRINCIPAL DA DÍVIDA EXTERNA A VENCER EM DOZE MESES (US\$ MILHÕES)

	Set./17
Governos (mais Banco Central)	7.951
Bancos	67.667
Outros setores	35.427
Operações intercompanhias	45.367
Total	156.412
Principal	132.536
Juros	23.876

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O principal e os juros da dívida externa a serem pagos de outubro de 2017 a setembro de 2018 chegam a R\$ 156,4 bilhões, incluindo-se aí as operações intercompanhias. Desse total, US\$ 23,9 bilhões referem-se a juros. A título de comparação, a dívida externa em setembro de 2017 era de US\$ 318,4 bilhões, que, somada ao saldo das operações intercompanhias de US\$ 234,8 bilhões, resulta em US\$ 553,2 bilhões. Os bancos respondem por US\$ 67,7 bilhões do total de US\$ 156,4 bilhões, seguidos das operações intercompanhias e dos outros setores que incluem basicamente empresas não financeiras. Já os

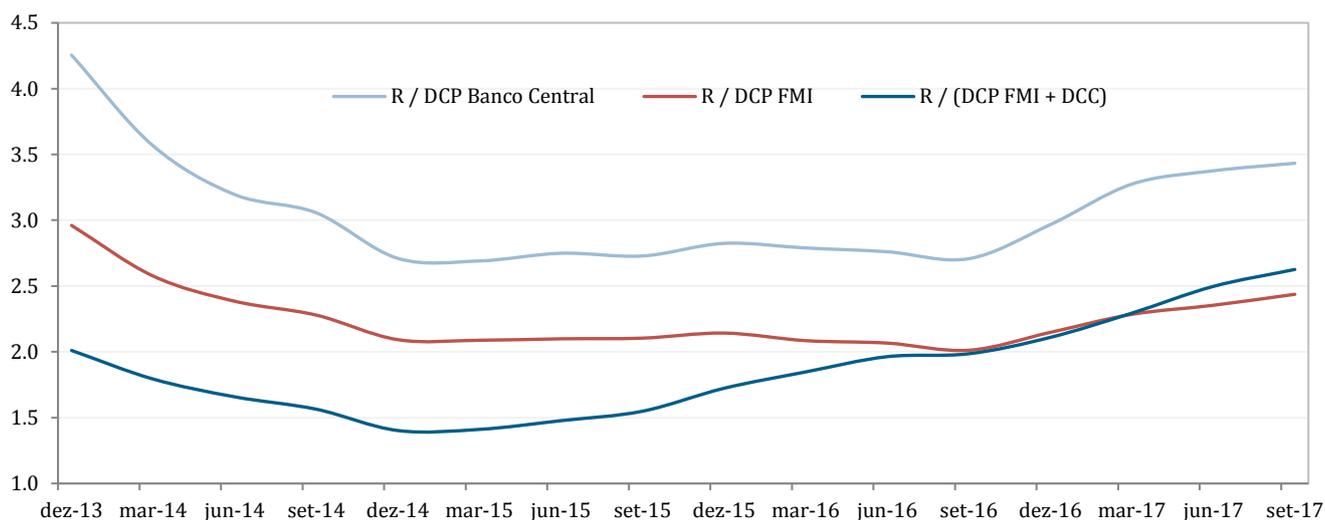
⁶ A Tabela 2 foi montada com base na tabela especial das séries temporais do Banco Central, intitulada Dívida externa bruta e dívida externa de curto prazo por vencimento residual.

governos (mais o Banco Central) respondem por muito pouco do total. A dívida pública externa receberá atenção mais detida adiante.

1.4 Adequação das reservas internacionais

Há vários modos de aferir a adequação das reservas internacionais do país. Uma delas é a relação entre as reservas e a parcela da dívida externa a vencer em doze meses, critério conhecido como Greenspan/Guidotti⁷. O Banco Central afere esse indicador sem a inclusão das operações intercompanhias, mas o FMI prefere incluir essas operações. Há ainda o critério Greenspan/Guidotti ampliado que soma à dívida o déficit nas transações correntes do país, para melhor captar a potencial demanda por divisas em momentos de maior dificuldade. O Gráfico 11 mostra a evolução das relações sugeridas pelos três critérios, desde o final de 2013, até setembro de 2017. Não é possível oferecer informações mais atualizadas, por conta da defasagem dos dados relativos à dívida externa a vencer em doze meses. Os juros da dívida externa a serem pagos em doze meses são considerados nos dois indicadores restritos, mas não no ampliado, para evitar a dupla contagem, já que esses juros são contabilizados nas transações correntes. O indicador ampliado considera as operações intercompanhias.

GRÁFICO 11. RESERVAS (R) EM RELAÇÃO À DÍVIDA EXTERNA DE CURTO PRAZO (DCP) E AO SALDO DAS TRANSAÇÕES EM CONTA CORRENTE (SCC)



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

Levando-se em conta as reservas internacionais (R) em relação à dívida externa a vencer em até doze meses (DCP), os indicadores do Banco Central e do FMI caíram de modo acentuado em 2014, por conta do rápido aumento do passivo externo: de 4,3 e 3,0 vezes para 2,7 e 2,1 vezes, pelo critério do Banco Central e do FMI, respectivamente. Entretanto, os indicadores se mantiveram relativamente estáveis em 2015 e em boa parte de 2016. Com o aumento verificado a partir do final do ano passado, os indicadores chegaram em setembro de 2017 a 3,4 e 2,6 vezes. Tal melhoria se deveu à redução

⁷ A respeito do desempenho das reservas internacionais do Brasil utilizando-se vários critérios, comparados a vários países, ver o Estudo Especial da IFI no 1, de março de 2017, que pode ser encontrado em http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529487/EE_Reservas_Internacionais.pdf?sequence=1. O estudo analisa também o custo de carregamento das reservas pelo país.

da dívida externa a vencer em doze meses e, secundariamente, ao aumento das reservas internacionais. Vale observar que a curva relativa ao critério do Banco Central está sempre acima da curva que retrata o critério do FMI, pois esse considera no denominador as operações intercompanhias de curto prazo.

Já o indicador que leva em conta o déficit em conta corrente (DCC) no denominador, é inferior aos outros dois, quando o déficit é mais elevado, caso do Brasil em boa parte do período aqui considerado. Por esse critério, o indicador terminou 2013 em 2 vezes à dívida somada ao déficit. Em 2014, houve queda pelas razões apontadas acima, mas, desde então, o indicador subiu, notadamente a partir do final de 2015. De setembro de 2015 a setembro de 2017, o indicador subiu de 1,5 para 2,6. Tal movimento se deveu principalmente à redução pronunciada do déficit em conta corrente que, conforme visto, decorreu em boa medida do aumento do saldo das transações com bens⁸. Portanto, a exemplo do que se observa com os outros dois indicadores, o indicador ampliado de adequação de reservas internacionais tem apresentado comportamento satisfatório nos últimos dois anos, estando em patamar que pode ser considerado confortável. Afinal, em setembro deste ano, as reservas correspondiam a 2,6 vezes a soma da dívida externa a vencer em doze meses, com o déficit em conta corrente.

Enfim, as contas externas do país tem evoluído favoravelmente nos últimos anos, seja considerando-se as transações correntes e de capitais, seja tomando-se por base a evolução dos estoques, notadamente o saldo das reservas em relação ao passivo externo. Ainda que esse quadro se deva em parte a um mau motivo, que é a forte queda da atividade econômica e seus impactos sobre as transações com bens, há que se dar a devida importância à situação relativamente tranquila das contas externas, em meio à gravidade da situação econômica de modo geral. Isso não quer dizer que o país esteja livre de problemas cambiais. Esses problemas poderão surgir a partir da contaminação trazida pelo agravamento do quadro interno, notadamente no que tange à situação das contas públicas. Em particular, a falta de confiança na prevalência de um cenário de sustentabilidade da dívida pública pode provocar movimentos deletérios nos estoques de investimentos no país. Vale lembrar a retração antes apontada nos fluxos dos investimentos nos últimos anos, excetuando-se os investimentos diretos.

1.5 Dívida externa pública e operações de swap do Banco Central

Feita essa avaliação geral sobre a situação das contas externas no período pós 2013, vale centrar a atenção na exposição externa dos três níveis de governo. A Tabela 3 mostra a dívida externa do setor público, em setembro de 2017⁹. A dívida total era de US\$ 131,2 bilhões, sendo US\$ 72 bilhões do governo geral (União, estados e municípios), US\$ 4,2 bilhões do Banco Central e o restante de bancos públicos e estatais.

⁸ O indicador ampliado ultrapassou o indicador do FMI, em junho de 2017, pois o déficit em conta corrente ficou menor que os juros a serem pagos em doze meses.

⁹ Os dados foram retirados do Quadro XXV das Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa – Setor Externo. Existem informações mais atuais que setembro de 2017, em outros quadros da publicação, a exemplo do Quadro XXII, com os saldos de novembro. Entretanto, não há discriminação do governo geral entre União e estados e municípios. Ademais, os bancos públicos e as estatais são apresentados em conjunto com o setor privado. Vale observar também que as estatais não incluem Petrobras e Eletrobras que possuem passivos externos bastante elevados, proporcionais aos respectivos tamanhos.

TABELA 3. DÍVIDA EXTERNA DO SETOR PÚBLICO SETEMBRO DE 2017 – US\$ MILHÕES

	Total (A)	Dívida a vencer em doze meses		D = B+C	(D/A) - %
		Longo prazo (B)	Curto prazo (C)		
Total	131.127,0	8.755,2	4.978,1	13.733,3	10,5
Governo geral	71.977,7	2.336,0	0,0	2.336,0	3,2
Tesouro Nacional	38.477,6	462,7	0,0	462,7	1,2
Estados e municípios	33.500,2	1.873,4	0,0	1.873,4	5,6
Banco Central	4.182,9	0,0	102,6	102,6	2,5
Empresas públicas	14.470,1	1.885,8	0,0	1.885,8	13,0
Bancos	40.496,3	4.533,4	4.875,5	9.408,9	23,2

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Dentro do governo geral, US\$ 38,5 bilhões são de responsabilidade da União e US\$ 33,5 bilhões dos estados e municípios. Não há discriminação dos entes subnacionais, mas depreende-se de outras informações que grande parte desse último montante é de responsabilidade dos estados. A dívida externa da União corresponde basicamente à emissão de títulos no mercado internacional, enquanto o passivo dos estados e municípios deriva de operações de crédito externo, especialmente junto a organismos internacionais. Conforme visto no RAF nº 10, p. 20, a dívida externa do governo geral é pouco relevante frente ao total de sua dívida, especialmente no caso da União. Mesmo nos estados e municípios, o passivo externo é pequeno comparado ao principal item de sua dívida que é o passivo junto à União, embora o endividamento externo dos entes subnacionais tenha ganho importância no passado recente, especialmente de 2012 a 2014.

Outra informação importante contida na Tabela 3 diz respeito à parcela da dívida de longo prazo a vencer em doze meses e à dívida externa de curto prazo, existentes em setembro de 2017¹⁰. A soma desses dois componentes é baixa em relação ao total da dívida externa, especialmente no caso do governo geral e do Banco Central, apenas 3,2% e 2,5%, respectivamente. Quanto às estatais e aos bancos, o percentual é mais alto, 13% e 23,2%, respectivamente, mas esses números são baixos comparativamente aos 30,2% e 63,2% vigentes no setor privado não bancário e bancário, respectivamente.

A dívida externa do setor público é baixa relativamente às reservas internacionais do país, ainda mais se forem desconsiderados os bancos públicos que não integram o setor público para fins de apuração do resultado primário e da dívida pública. Assim, o setor público (com ou sem bancos) é credor externo em termos líquidos. Em setembro de 2017, por exemplo, enquanto a dívida externa do setor público sem os bancos alcançou US\$ 90,6 bilhões, as reservas internacionais estavam em US\$ 381,2 bilhões, 4,2 vezes mais. Em vista disso, é oportuno avaliar os efeitos das mudanças na taxa de câmbio sobre a dívida pública.

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

¹⁰ Não há informações disponíveis sobre a dívida externa por prazo residual como apresentada na Tabela 2 com a discriminação pretendida na Tabela 3. Por isso, os juros não foram considerados. Ademais, supôs-se amortização linear em 2018, para se chegar à dívida de longo prazo a vencer em doze meses.

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

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

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

Embora possam ser um instrumento útil em momentos de maior incerteza, essas operações reduzem os ganhos da União advindos da desvalorização cambial, pois, quando há perda do valor da moeda nacional, ao mesmo tempo que sobe o valor em real das reservas, há o acerto que o Banco Central precisa fazer junto ao mercado. É claro que as perdas não anulam os ganhos, pois o valor nocional das operações sempre foi muito inferior ao das reservas. O recorde foi de quase US\$ 115 bilhões, no início de 2015, enquanto as reservas estavam acima de US\$ 360 bilhões.

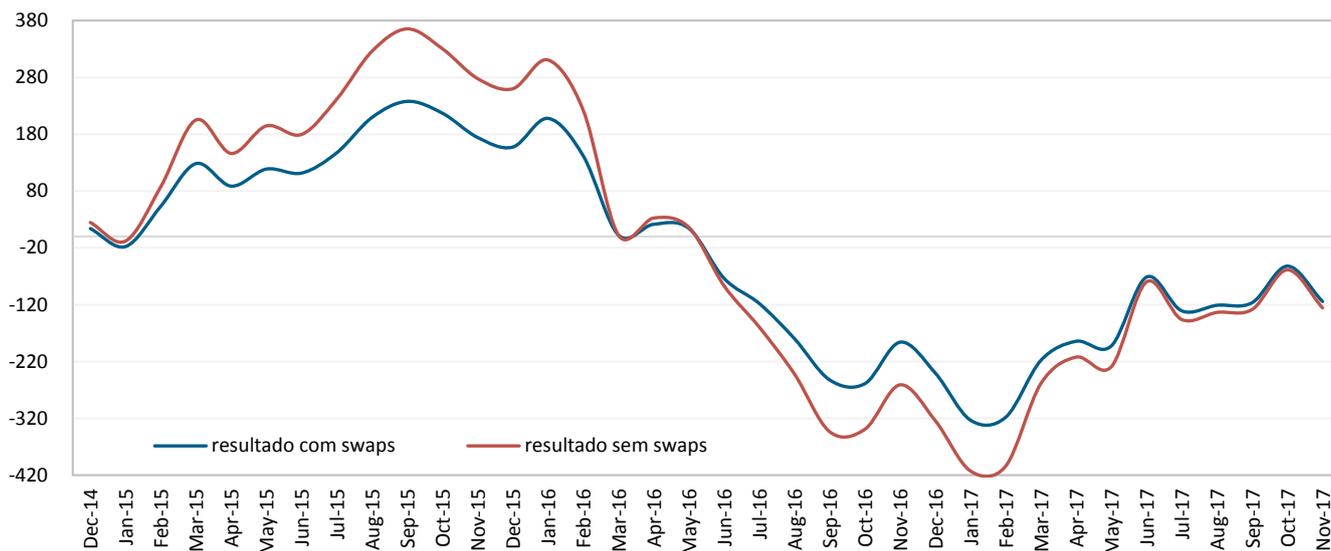
De qualquer modo, os ganhos líquidos advindos da desvalorização cambial diminuem por força das operações de *swap*. É oportuno observar que o acúmulo de reservas iniciado em meados da década passada se deu a um levado custo fiscal, pois foi financiado por meio do caro endividamento interno. Os ganhos na forma de aumento do valor em real das reservas seria justamente o canal para compensar pelo menos parte desses custos. Ademais, vale registrar, os acertos do Banco Central são feitos, imediatamente, em reais, não importando a trajetória posterior da taxa de câmbio, após o término do contrato de *swap*. Já os ganhos com o aumento do valor em real das reservas não são realizados de modo automático, podendo nem se concretizar caso a desvalorização seja revertida no período seguinte¹¹.

O Gráfico 12 abaixo mostra a evolução, a partir do final de 2013, dos resultados do Banco Central com as operações cambiais, com e sem a inclusão dos *swaps*, no acumulado dos últimos doze meses¹². É possível ver que os *swaps* diminuem as variações do resultado, pois reduzem os ganhos em caso de desvalorização e as perdas em caso de valorização. Por exemplo, em 2015, ano marcado por forte desvalorização cambial, os *swaps* diminuíram os ganhos do Banco Central em R\$ 102,6 bilhões. Já em 2016, com a reversão de parte da desvalorização do ano anterior, os *swaps* reduziram as perdas em R\$ 83,8 bilhões.

¹¹ Em que pese a não realização, os resultados positivos do Banco Central possibilitados pela desvalorização cambial são transferidos ao Tesouro Nacional. Tal procedimento não é o mais adequado e deveria ser corrigido. Ver a respeito do assunto o box apresentado no RAF n° 3, de abril de 2017. (http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529487/EE_Reservas_Internacionais.pdf?sequence=1).

¹² Os dados para elaborar o gráfico são retirados do Quadro XLII das Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa – Política Fiscal, disponível na página eletrônica do Banco Central.

**GRÁFICO 12. RESULTADO DAS OPERAÇÕES CAMBIAIS DO BANCO CENTRAL
ACUMULADO EM DOZE MESES – R\$ BILHÕES**



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

As operações de *swap* diminuíram bastante em importância desde o início de 2016. A maior proximidade das duas curvas do Gráfico 12 comprova essa afirmação. O valor nominal caiu de R\$ 426,7 bilhões em fevereiro de 2016, recorde da série, para R\$ 78,6 bilhões em novembro de 2017. Tal fato se deveu à menor incerteza em relação à trajetória da taxa de câmbio. Entretanto, dada a fragilidade da economia brasileira e a forte instabilidade política presente no país, não se pode descartar que o valor nominal suba rapidamente novamente, se o Banco Central optar por esse instrumento, em vez da venda de reservas internacionais. A título de exemplo, ao final de abril de 2017, o valor nominal chegou ao menor nível desde meados de 2013, R\$ 56,9 bilhões. Entretanto, apenas em maio, com as denúncias ao presidente da República, o valor nominal subiu para R\$ 88,9 bilhões, caindo levemente nos meses seguintes, sem, entretanto, retornar ao valor de abril.