

Evolução dos Indicadores de Sustentabilidade Externa

Este boxe apresenta a trajetória recente dos indicadores de sustentabilidade externa do País, retomando tema que já foi analisado no "Relatório de Inflação" de dezembro de 2004, incluindo comparações com países com *ratings* iguais ou superiores aos do Brasil.

A evolução benigna desses indicadores nos últimos anos tem evidenciado tanto a adoção de políticas econômicas consistentes, com reflexos favoráveis sobre a manutenção da estabilidade macroeconômica, como o significativo esforço exportador realizado pelas empresas brasileiras que, entre outros efeitos, tem sido fundamental para os expressivos ingressos líquidos em moeda estrangeira no País. Adicionalmente, têm sido relevantes para a melhoria dos indicadores de sustentabilidade externa a abundante liquidez dos mercados internacionais, que tem contribuído para a redução da aversão ao risco por parte dos investidores estrangeiros e se manifestado na redução dos *spreads* pagos nas emissões no mercado externo e na medida do risco-país; as amortizações líquidas ao exterior, reduzindo o passivo externo, tanto público quanto privado; e a política de recomposição das reservas, atualmente em curso, via compras líquidas de divisas em mercado pelo Banco Central.

Nesse aspecto, ressaltam-se as diversas iniciativas governamentais destinadas à redução do endividamento externo do setor público e à melhoria do seu perfil. Em 2005, o governo federal anunciou a antecipação do pagamento da linha *Supplemental Reserve Facility* (SRF) ao Fundo Monetário Internacional (FMI), no valor de US\$5 bilhões, efetuado em julho, e, em dezembro, foi realizada a quitação antecipada de US\$15,5 bilhões,

relativa ao restante da dívida com o FMI. Essa antecipação de pagamentos possibilitou economia de juros de aproximadamente US\$900 milhões.

Adicionalmente, foi anunciado o pagamento antecipado da dívida de US\$2,6 bilhões com o Clube de Paris, dos quais já foram liquidados US\$815 milhões, em janeiro, e US\$724 milhões, em fevereiro de 2006. Ainda em fevereiro, foi anunciado que o Banco Central e o Tesouro Nacional iniciaram, no mês anterior, programa de recompras de bônus em mercado, utilizando recursos das reservas. Esse programa resultou em aquisições, com o conseqüente cancelamento de dívida externa de US\$774 milhões, em janeiro, e de US\$1,7 bilhão, em fevereiro. Por fim, o governo deverá exercer, em abril, a opção de *call* dos bônus *bradies* em mercado, estimada em US\$6,6 bilhões, eliminando totalmente seu passivo externo renegociado.

Em relação à evolução dos fundamentos econômicos que compõem os indicadores de sustentabilidade externa, sempre comparando as estatísticas mais recentes com as relativas a 1999, quando ocorreu a mudança da política cambial e a adoção do regime de metas para a inflação, observou-se expansão de 152% nas exportações acumuladas em doze meses, que atingiram US\$121,1 bilhões, em fevereiro de 2006. A dívida externa total reduziu-se um quarto, em relação à de dezembro de 1999, atingindo estoque estimado de US\$169 bilhões em fevereiro deste ano. As reservas internacionais, não obstante a quitação antecipada da dívida com o FMI, que resultou em pagamentos de US\$23,3 bilhões em 2005, atingiu US\$57,4 bilhões, em fevereiro, 58% acima do observado ao final de 1999. Apenas em relação ao serviço da dívida acumulado nos últimos doze meses, observou-se ligeira piora no final de 2005, influenciado pelo referido pagamento antecipado ao FMI. Assim, enquanto as remessas brutas de juros reduziram-se em 8,2%, para US\$14,8 bilhões nos doze meses encerrados em fevereiro, as amortizações aumentaram 25,5%, para US\$55,9 bilhões. Em conseqüência, o serviço da dívida cresceu 16,5%, em relação aos resultados de 1999. O Produto Interno Bruto (PIB), medido em dólares correntes, apresentou crescimento de 49%, de 1999 a fevereiro de 2006, quando atingiu US\$799,6 bilhões.

A relação dívida externa/PIB atingiu 21,4% em dezembro de 2005, e 21,1%, na estimativa para fevereiro deste ano, a menor desde 1976, 20,9 p.p. abaixo da observada em 1999, e menos da metade do pico recente de 45,9% atingido em 2002. A participação da dívida externa líquida no PIB, por sua vez, situou-se em 12,8% e 12,1%, nos períodos citados, a menor desde 1973, representando redução de 20,4 p.p. em relação à observada em 1999, e pouco mais de um terço do maior valor para o período de câmbio flutuante alcançado em 2002.

As razões dívida externa/exportações e dívida externa líquida/exportações atingiram 1,4 e 0,9, respectivamente, em dezembro de 2005, e 1,4 e 0,8 em fevereiro de 2006, os melhores resultados da série histórica, comparativamente a 4,7 e 3,6 em 1999. A razão dívida externa/reservas era igual a 3,1, em dezembro de 2005, e a 2,9 na estimativa para fevereiro de 2006, metade da razão registrada em 1999 e melhor resultado desde 1996. O estoque das reservas, em março de 2005, superou em 7,6% a dívida de curto prazo por maturidade residual, que inclui o passivo de médio e longo prazos a vencer nos próximos doze meses. Registre-se que, em 1999, as reservas representavam pouco mais que metade, 56,6%, dos compromissos a vencer nos próximos doze meses. Na estimativa para fevereiro de 2006, esse percentual atingiu 147%.

Tabela 1 – Indicadores de sustentabilidade externa

| Discriminação | US\$ milhões | | | | | | |
|--|--------------|------|------|------|------|------|-------|
| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
| Dívida externa total/PIB (%) | 42,0 | 36,0 | 41,2 | 45,9 | 42,4 | 33,3 | 21,4 |
| Dívida externa total líquida/PIB (%) | 32,5 | 28,4 | 31,9 | 35,9 | 29,8 | 22,5 | 12,8 |
| Dívida externa total/exportações (razão) | 4,7 | 3,9 | 3,6 | 3,5 | 2,9 | 2,1 | 1,4 |
| Dívida externa total líquida/exportações (razão) | 3,6 | 3,1 | 2,8 | 2,7 | 2,1 | 1,4 | 0,9 |
| Dívida externa total/reservas (razão) | 6,2 | 6,6 | 5,9 | 5,6 | 4,4 | 3,8 | 3,1 |
| Reservas/dívida de CP residual (%) | 56,6 | 60,4 | 66,7 | 64,6 | 82,9 | 99,3 | 133,4 |
| Serviço da dívida/PIB (%) | 11,3 | 8,1 | 9,7 | 10,9 | 10,5 | 8,6 | 8,4 |
| Serviço da dívida/exportações (%) | 126,5 | 88,6 | 84,9 | 82,7 | 72,5 | 53,8 | 56,0 |
| Reservas/serviço da dívida (razão) | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 0,8 |

Apenas o indicador de serviço da dívida/exportações e de reservas/serviço da dívida apresentaram leve deterioração em dezembro de 2005, pela incorporação da antecipação do pagamento de US\$15,5 bilhões ao FMI.

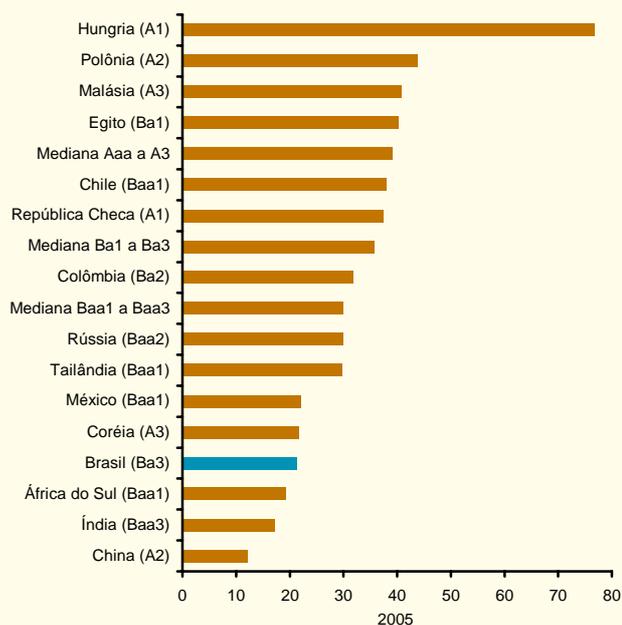
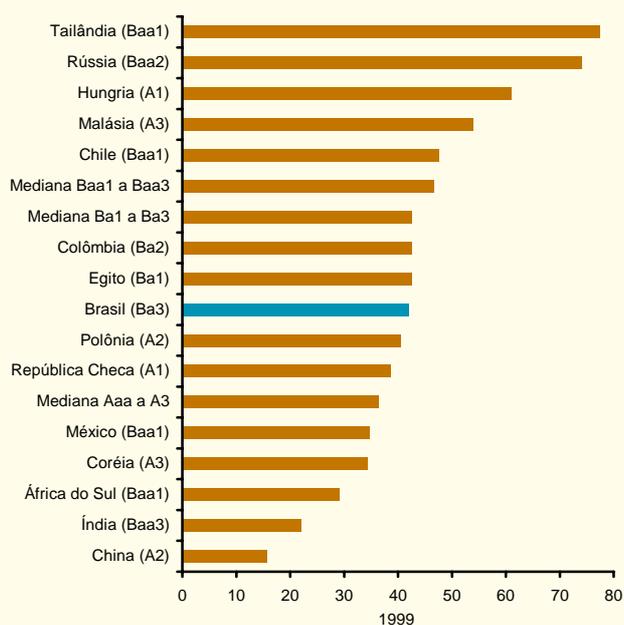
Para a comparação dos indicadores brasileiros de sustentabilidade externa com os de países selecionados, foram utilizadas as informações da última edição do "*Moody's Statistical Handbook – Country Credit*", de novembro de 2005. Foram selecionados países que então tinham *rating* soberano para a dívida em moeda estrangeira de longo prazo igual ou melhor que o do Brasil. A comparação considerou os seguintes indicadores: dívida externa/PIB, dívida externa/reservas, dívida externa/exportações, serviço da dívida externa/receitas de transações correntes e o indicador de vulnerabilidade externa, calculado como o somatório da dívida externa de curto prazo, da dívida externa de longo prazo a vencer nos próximos doze meses e dos depósitos totais de não-residentes até um ano, dividido pelas reservas.

De modo geral, a grande maioria dos países selecionados apresentou expressiva melhora nos seus indicadores de sustentabilidade no período analisado. Essa evolução reflete, por um lado, os impactos das crises do Sudeste Asiático, em 1997, e da Rússia, em 1998, ainda predominantes em 1999; e, por outro lado, em especial nos últimos anos, a manutenção de ambiente econômico internacional marcado pela estabilidade, por juros baixos e por abundante liquidez.

Dessa forma, a relação dívida externa/PIB diminuiu, de 1999 para 2005, em 13 dos 15 países selecionados. Nesse indicador, o Brasil apresentou seu melhor desempenho relativamente aos demais países, com redução percentual da relação superada apenas pelas da Tailândia e da Rússia (Gráfico 1). Comparando a posição em 2005, 21,4%, o Brasil apresentou dívida externa como proporção do PIB inferior à da mediana dos países com *ratings* Ba1 a Ba3, categoria do Brasil, 35,7%; de Baa1 a Baa3, 30%; e de Aaa a A3, 39,1%.

Quando são analisados os desempenhos dos países, na comparação entre a dívida externa e as reservas internacionais, indicador para o qual a adoção do regime de câmbio flutuante reduz marcadamente seu poder analítico, observou-se que os maiores ganhos estão concentrados nos países asiáticos, todos com indicadores em 2005 representando menos da metade do apurado em 1999. Para o Brasil, a redução do indicador atingiu 49,3%, situando-se em 3,15 ao final de 2005, acima da mediana dos países Ba1 a Ba3, 2,17.

Gráfico 1 – Dívida externa/PIB (%)

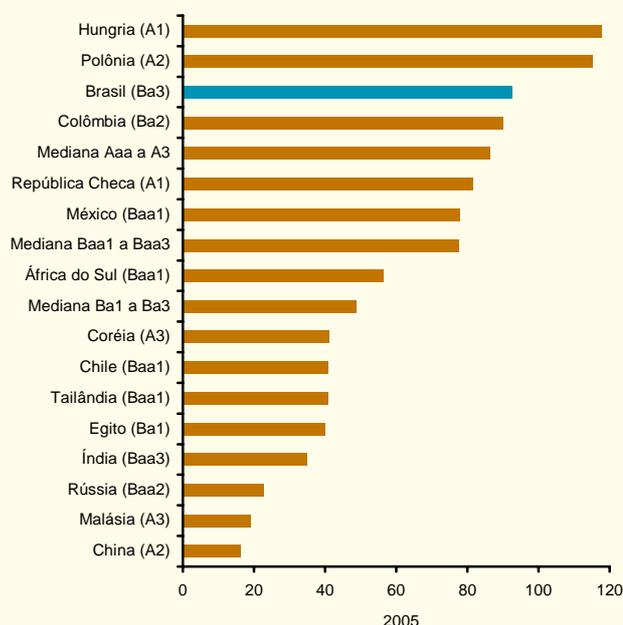
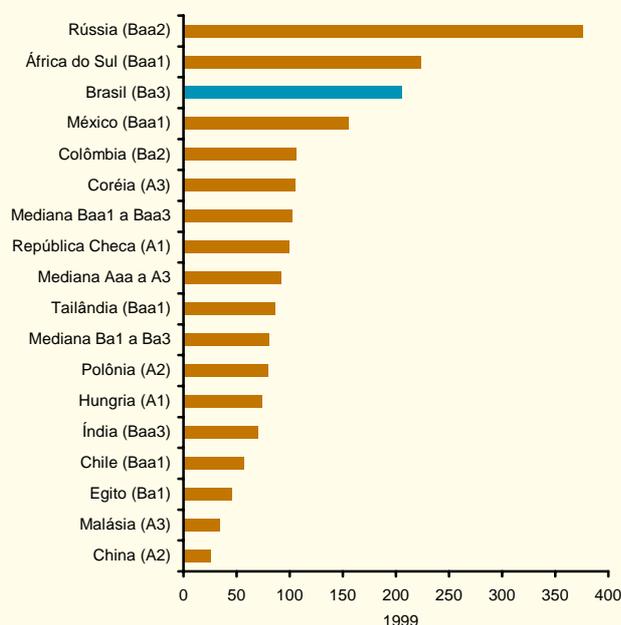


A evolução do indicador dívida externa/exportações no Brasil evidenciou a trajetória favorável de ambos os componentes da relação, com a dívida externa recuando 25,1% e as exportações elevando-se em 146% no período considerado. Dos quinze países selecionados, em apenas quatro ocorreu redução da dívida externa no período, registrando-se que a diminuição ocorrida no Brasil foi superada apenas pela observada na Tailândia. Em relação às exportações, assinalem-se as expansões de 56,7%, no México, e de 291%, na China. Nesse contexto, a razão dívida externa/exportações do Brasil reduziu-se em 69,6% no período analisado, passando de 4,7 para 1,4. Não obstante esse desempenho, o indicador brasileiro foi inferior, em 2005, aos de 3 dos 15 países pesquisados, resultado associado, fundamentalmente, ao elevado patamar registrado em 1999.

Na relação entre o serviço da dívida externa e as receitas em transações correntes, indicador no qual foi observada redução de 52,6 pontos percentuais no Brasil, ao alcançar 46,8% em 2005, o País permaneceu, nos dois períodos, com a mais elevada relação dentre os países analisados. Desempenho similar ocorreu com a trajetória do indicador de vulnerabilidade externa do Brasil, para o qual a diminuição, de 1999 a 2005, atingiu 113 pontos percentuais, ou 55%. Ainda assim, o nível alcançado

em 2005, 92,8%, foi inferior aos da Hungria e da Polônia (Gráfico 2).

Gráfico 2 – Indicador de vulnerabilidade externa



No período analisado, todos os indicadores de sustentabilidade externa do País registraram melhorias significativas, com boa parte desses indicadores reduzindo-se, ao final do período, a menos da metade do observado em 1999. Assim, até fevereiro de 2006, observaram-se reduções de 49,8% na relação dívida externa/PIB; de 52,6% na dívida externa/reservas; e de 62,8% na dívida externa líquida/PIB. Nos indicadores que relacionam a dívida externa e a dívida externa líquida com as exportações, as reduções foram ainda mais pronunciadas, 70,3% e 78%, respectivamente. O indicador que compara as reservas com o principal da dívida a vencer nos próximos doze meses melhorou 160,1%, na mesma base de comparação. Também em relação aos indicadores relacionados ao serviço da dívida houve progressos, de 21,8% na relação com o PIB; de 35,6% na relação com as reservas; e de 53,8%, com as exportações.

O Gráfico 1 mostra que essa melhoria dos indicadores também se sustenta na comparação internacional com países emergentes. A relação dívida externa/PIB do Brasil, em 2005, só era superior à da China, da Índia e da África do Sul, tendo ganho quatro

posições de 1999 a 2005 entre os quinze países selecionados. No entanto, permanece necessária a continuidade dessa trajetória de fortalecimento dos indicadores de sustentabilidade, o que também pode ser visto na comparação com outros países emergentes feita neste boxe.