

Mudanças Recentes no Passivo Externo Brasileiro

As contas externas do país registraram a seqüência de cinco anos de superávits em transações correntes entre 2003 e 2007, proporcionando a ocorrência de expressiva expansão dos ativos brasileiros no exterior, que passaram de US\$112,9 bilhões, ao final de 2002, para US\$369,7 bilhões em 2007 e para estimados US\$418,2 bilhões em outubro de 2008. Contrariando a expectativa de redução do passivo externo líquido como contrapartida aos resultados em conta-corrente, observou-se aumento no período, em linha com as trajetórias dos preços dos passivos externos e da taxa de câmbio. Este box analisa a evolução e as modificações no passivo externo brasileiro nos últimos anos, em cenário de expansão dos investimentos de não residentes, tanto em *portfolio* quanto diretos; redução da participação relativa da dívida externa; e mais aderência dessa nova composição de passivo ao ciclo econômico doméstico.

O passivo externo bruto do país apresentou crescimento constante de 2003 a junho de 2008, em cenário de aceleração do crescimento econômico sustentado pela demanda doméstica, elevação da rentabilidade corporativa, e desempenho favorável do mercado de capitais. Esses fatores contribuíram para elevar o ingresso de capitais no período.

Ao final de junho de 2008, os passivos da Posição Internacional de Investimentos (PII) atingiram o valor máximo de US\$1.060 bilhões, representando aumento de 208,7% em relação a dezembro de 2002. Os Investimentos Estrangeiros Diretos (IED), que apresentaram fluxos crescentes no período, registraram recorde anual de US\$34,6 bilhões em 2007, valor que deverá ser superado em 2008, não obstante a crise econômica internacional. Em decorrência do comportamento dos fluxos líquidos

e do câmbio nominal – uma vez que os estoques de IED-participação no capital no país são mensurados em reais –, a posição de IED estimada para junho de 2008 atingiu US\$381,2 bilhões, equivalentes a 36% dos passivos totais da PII.

Tabela 1 – Posição Internacional de Investimento – Passivo

Discriminação	US\$ milhões								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Jun	Out
Passivo (B)	372 061	343 432	406 716	446 145	499 268	623 300	939 071	1 060 019	755 668
Investimento estrangeiro direto	121 948	100 863	132 818	161 259	195 562	236 186	328 455	381 184	317 595
Participação no capital	105 815	83 884	112 334	142 451	177 024	209 403	281 179	324 291	254 179
Empréstimos intercompanhia	16 133	16 978	20 484	18 808	18 537	26 783	47 276	56 893	63 416
Investimentos em carteira	151 741	137 355	166 095	184 758	232 627	303 583	509 648	565 018	313 847
Investimentos em ações	36 910	27 249	53 138	77 261	125 532	191 513	363 999	402 069	172 871
No país	13 386	8 394	17 828	27 118	50 394	82 994	165 708	194 214	76 064
No exterior	23 524	18 855	35 310	50 143	75 138	108 520	198 291	207 855	96 807
Títulos de renda fixa	114 831	110 106	112 957	107 497	107 096	112 070	145 650	162 949	140 977
Bônus e notas	114 831	110 106	112 957	107 497	107 096	112 070	145 650	162 949	140 977
No país	1 642	2 492	2 867	2 982	5 147	18 163	46 631	63 552	44 601
No exterior	113 189	107 614	110 090	104 515	101 949	93 907	99 018	99 397	96 376
Médio e longo prazos	111 989	106 614	108 476	104 271	101 047	92 119	93 079	93 348	89 332
Curto prazo	1 200	1 000	1 614	244	901	1 788	5 939	6 050	7 043
Derivativos	45	250	125	320	219	445	1 771	2 510	3 425
Outros investimentos	98 327	104 965	107 678	99 809	70 859	83 087	99 197	111 307	120 800
Crédito comercial (de fornecedores)	6 025	5 919	5 465	4 728	4 772	5 216	5 197	6 373	6 323
Médio e longo prazos	5 398	4 896	5 037	4 414	4 424	4 869	5 063	6 161	5 964
Curto prazo	628	1 023	428	314	349	347	134	213	359
Empréstimos	90 720	97 178	99 374	92 133	62 729	73 466	89 003	99 766	109 462
Autoridade monetária	9 130	21 457	28 795	25 394	301	157	14	12	9
FMI	8 346	20 793	28 255	24 946	-	-	-	-	-
Outros empréstimos de longo prazo	784	664	540	448	301	157	14	12	9
Curto prazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Demais setores	81 590	75 721	70 579	66 739	62 428	73 309	88 989	99 754	109 453
Médio e longo prazos	55 759	54 348	52 427	48 553	44 902	55 121	56 162	64 740	68 454
Organismos	22 440	24 377	23 433	22 241	21 779	25 148	26 981	28 335	29 419
Agências	12 418	12 731	12 856	10 970	8 614	6 259	6 482	6 505	6 486
Crédito de compradores	8 362	6 317	6 542	4 984	4 059	3 707	8 232	12 748	15 098
Empréstimos diretos	12 539	10 924	9 596	10 358	10 449	20 007	14 467	17 152	17 451
Curto prazo	25 831	21 373	18 152	18 186	17 527	18 188	32 827	35 014	40 999
Moeda e depósitos	1 582	1 867	2 839	2 948	3 358	4 405	4 996	5 168	5 014
Autoridade monetária	129	237	108	100	111	83	73	54	67
Bancos	1 453	1 630	2 731	2 848	3 246	4 321	4 923	5 114	4 947
Outros passivos	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Em relação aos investimentos estrangeiros em *portfolio*, devem ser destacadas as variações nos investimentos em ações e em renda fixa no país. Os ingressos em ações, contemplando tanto a participação de investidores não residentes na Bovespa quanto a emissão de recibos de ações de companhias brasileiras no mercado internacional,

atingiram estoque de US\$402,1 bilhões, em junho de 2008, equivalendo a 37,9% do total do passivo, evolução influenciada pelos ingressos líquidos, pela valorização dos papéis e pela evolução da taxa de câmbio. Para os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país, ressalte-se a isenção de imposto de renda, instituída pela Medida Provisória nº 281, de 15 de fevereiro de 2006, posteriormente convertida na Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006. Essa medida acelerou os ingressos líquidos, resultando em estoque de US\$63,6 bilhões, em junho de 2008.

Em sentido inverso, as rubricas do passivo que representam a dívida externa, principalmente títulos negociados no mercado internacional e empréstimos, apresentaram redução nominal de 2,5% no período de dezembro de 2002 a junho de 2008, quando somavam US\$205,5 bilhões. Dessa maneira, sua participação relativa no total dos passivos da PII reduziu-se de 61,4% para 19,4% no período.

Com a modificação no perfil do passivo externo brasileiro, não apenas o estoque do passivo, mas também as suas rendas passaram a apresentar comportamento mais associado ao ciclo econômico. Essa alteração refletiu a substituição de dívidas contratuais, que têm seu estoque apurado em valor nominal cujas condições de pagamento estão preestabelecidas, por investimentos, para os quais tanto a valorização do estoque quanto sua remuneração (lucros e dividendos) estão avaliadas por preços de mercado.

Essa modificação no comportamento do passivo externo pode ser mais bem avaliada quando são comparados os estoques de junho de 2008, anterior à intensificação da crise financeira internacional, com a estimativa efetuada para essa posição no mês de outubro. A posição de passivos da PII ao final de outubro, comparativamente à observada em junho, reduziu-se em 28,7%, para US\$755,7 bilhões. Nesse mesmo período, ocorreram trajetórias diferenciadas entre investimentos, com redução nos estoques de IED-participação no capital, ações e títulos de renda fixa negociados no país; e endividamento externo, com ampliação no seu estoque.

Tabela 2 – Ações no país

	US\$ milhões
Estoque em 30.6.2008	194 214
Fluxos líquidos do balanço de pagamentos acumulados de julho a outubro	-13 351
Varição do Ibovespa de 30.6.2008 a 31.10.2008	-66 100
Varição da taxa de câmbio de 30.6.2008 a 31.10.2009	-30 700
Resíduo	-7 999
Estoque em 31.10.2008	76 064

O principal responsável pela contração nos passivos se constituiu na redução do estoque de investidores estrangeiros em ações no país, que, de acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), atingiu US\$76,1 bilhões em outubro, recuando nada menos que 60,8% em relação a junho. Analisando os fatores responsáveis por essa trajetória, observaram-se, no período, saídas líquidas de US\$13,4 bilhões e reduções no valor de mercado (preço) e na expressão desse estoque em dólares (paridades). Como parâmetro para estimativa da redução dos preços, usou-se o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), que, no período, recuou 42,7%, implicando redução estimada no estoque de US\$66,1 bilhões. A expressão desse passivo em dólares é diretamente impactada pela taxa de câmbio nominal, cuja depreciação de 32,9% no quadrimestre em análise provocou diminuição estimada de US\$30,7 bilhões no total do passivo. A diferença de US\$8 bilhões deriva de mudança de instrumento do investidor estrangeiro no país e da diferença entre a carteira real desses investidores e a utilização do Ibovespa como *proxy*.

A evolução dos estoques de IED-participação no capital e de títulos de renda fixa negociados no país, cujas posições são apuradas em valores nominais e em reais, é condicionada pelos fluxos líquidos do balanço de pagamentos e, de forma similar à descrita anteriormente, pela variação da taxa de câmbio.

O componente cíclico do passivo externo também deve ser ressaltado quando se analisam as rendas dele derivadas, especialmente as remessas brutas de lucros e dividendos. Como analisado no box “Remessas de Lucros e Dividendos” do “Relatório de Inflação” de setembro de 2008, essas remessas apresentam relação estreita com o estoque dos investimentos estrangeiros, tanto em participação no capital como em ações, e com a lucratividade das empresas, que pode ser entendida como *proxy* para o nível de atividade doméstico. Dessa maneira, a redução dos estoques, analisada neste box, deverá proporcionar, no próximo ano, retração nas remessas de lucros e dividendos, trajetória estimulada pelo menor nível de atividade e pela manutenção da taxa de câmbio em patamar mais depreciado que o

observado neste ano. Essa análise reforça a projeção de significativa redução nas saídas líquidas de lucros e dividendos em 2009, o que constitui importante movimento no sentido de limitar o deficit em transações correntes para o próximo ano.

De igual maneira, a redução de 60,8% no total de investimentos em ações detidos por não residentes constitui-se em limitador importante das remessas líquidas de *portfolio* na conta financeira do balanço de pagamentos no próximo ano, mesmo com a manutenção de cenário internacional adverso.