

DESTAQUES

- ✓ *Relação Dívida Externa/PIB atingiu 14,9% em janeiro de 2008;*
- ✓ *Fluxo de Investimentos Estrangeiros atinge patamar recorde;*
- ✓ *Mercado de capitais é o maior entre os países emergentes em valor em mercado.*

Redução da Vulnerabilidade Externa

Em 21 de fevereiro, o Banco Central do Brasil divulgou nota em que anunciou que o Brasil passou, pela primeira vez na história, a ser credor externo, ou seja, possuir mais ativos do que passivos em moeda estrangeira. O presente informe aborda a evolução dos principais indicadores de vulnerabilidade externa que são acompanhados de perto pelas agências de classificação de risco, assim como faz uma análise comparativa entre países selecionados que já possuem a classificação de “grau de investimento”, colocando em perspectiva a classificação de crédito soberano do Brasil.

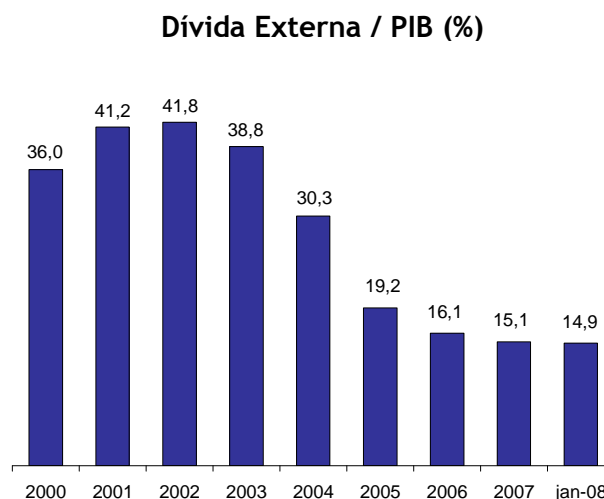
O Brasil tem, ao longo dos últimos anos, presenciado fatores que colaboraram sobremaneira para a redução da vulnerabilidade externa, entre eles: a redução da dívida externa, tanto do setor público como do privado, o dinamismo do setor exportador, que permitiu ao país alcançar saldos positivos na balança comercial e que colaborou para a entrada de divisas, e o acúmulo de reservas internacionais, que reduziu, significativamente, a volatilidade da taxa de câmbio e se transformou em uma proteção do país às volatilidades do mercado externo, satisfazendo, inclusive, a regra de Greenspan-Guidotti¹ e outras medidas comumente utilizadas de adequação de reservas.

Notadamente, pode-se constatar que o Brasil foi pouco afetado na crise da bolsa chinesa de 2007 e tem se saído bem durante a crise dos mercados *subprime* nos EUA, o que pode ser traduzido em uma menor variação no valor de mercado dos ativos brasileiros no exterior. Estes fatos ganham mais importância se o passado recente for considerado, dado que o setor externo causava desconforto para os investidores justamente pelos indicadores de endividamento e liquidez da época.

¹ Segundo esta regra, as reservas cambiais devem ser iguais ou superiores à dívida de curto prazo de um país para assegurar sua liquidez externa.

Redução da Dívida Externa

A Dívida Externa Brasileira apresentou forte queda em função da redução da exposição cambial pelo setor privado e, principalmente, pela estratégia de resgate externo líquido adotado pelo setor público desde 2005. Com isso, a dívida externa total passou de US\$ 214,9 bilhões, em 2003, para US\$ 196,2 bilhões, em janeiro de 2008. Por sua vez, a dívida de médio e longo prazos² teve redução proporcionalmente maior, passando de US\$ 194,7 bilhões, em 2003, para US\$ 158,1 bilhões, em janeiro de 2008. Este fator, associado à variação positiva do PIB e à forte valorização cambial, fez com que a relação dívida externa/PIB se reduzisse de 41,8%, em dezembro de 2002, para 14,9%, em janeiro de 2008.



Fonte: Banco Central

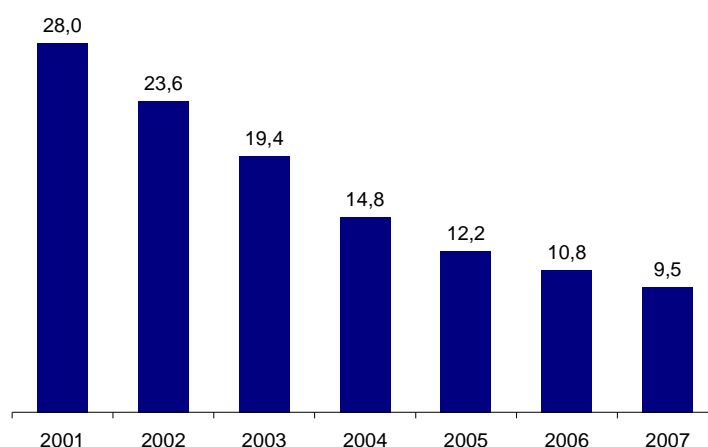
Robustez do Setor Exportador

A conta de juros da dívida externa brasileira alcançou, em 2007, 9,5% da receita obtida com exportações ao longo do ano, enquanto que, em 2001, esse indicador atingia 28,0%. Por sua vez, a proporção da dívida externa em relação às exportações tem apresentado significativa redução desde 1999, quando esta dívida era quase cinco vezes superior às receitas de exportações, passando para 1,2 vezes, em dezembro de 2007. Esses indicadores mostram, por um lado, a redução da dívida externa brasileira e, em maior

² A dívida de curto prazo refere-se, em grande parte, a adiantamentos de contratos de câmbio (ACC), instrumento utilizado para o financiamento de exportações.

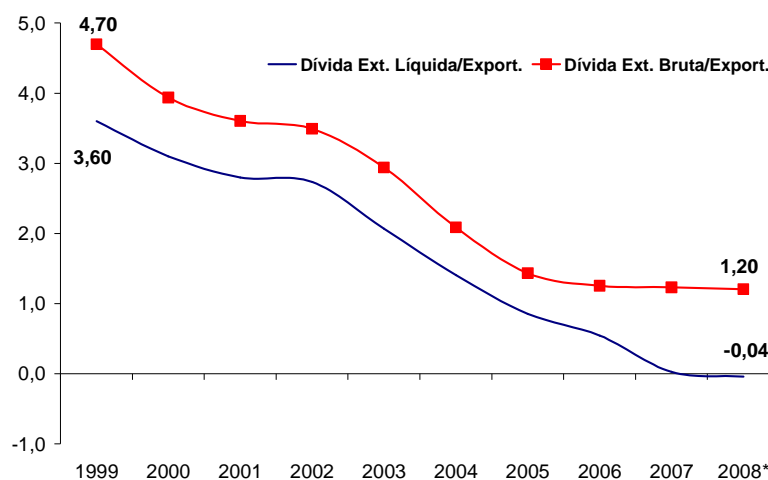
grau, o dinamismo do setor exportador, que pode ser comprovado pela diversificação da pauta de exportação e pela maior dispersão nos países de destino, condizentes com o modelo de crescimento econômico adotado no Brasil, no qual o setor privado amplia sua presença no mercado global.

Juros da Dívida Externa como proporção das Exportações (%)



Fonte: Banco Central

Proporção da Dívida Externa sobre as Exportações (%)



Fonte: Banco Central

Em 2007, as exportações brasileiras foram mais diversificadas se comparadas a 2000, com destaque para a redução relativa das exportações aos Estados Unidos, principal país de destino de nossos produtos, quando comparado com os outros parceiros, Quanto à

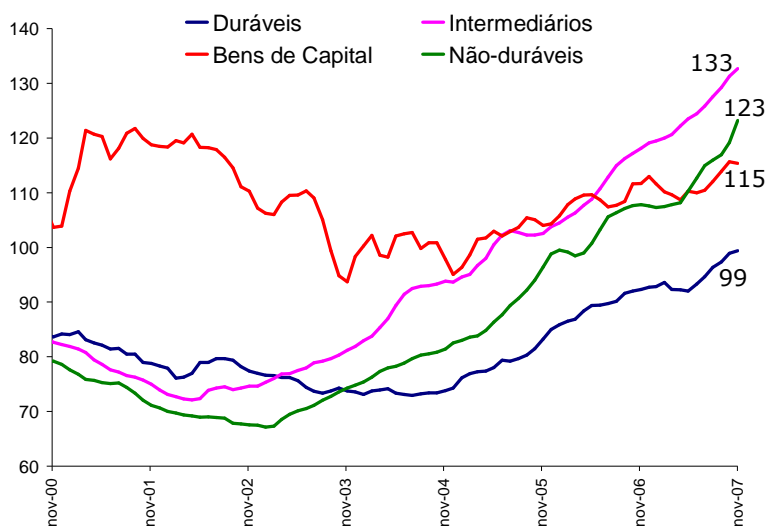
pauta de exportações, percebe-se que o país não é estritamente dependente do comércio de commodities, que efetivamente tiveram elevação de preços e contribuíram fortemente para a entrada de divisas. Deve-se ressaltar ainda o elevado crescimento das exportações de bens de alto valor agregado como os bens de capital e os bens duráveis, que exigem maior competitividade dos exportadores brasileiros.

Exportações Brasileiras por Destino

	2000			2007		
	US\$bi	%	Acum (%)	US\$bi	%	Acum (%)
União Européia	14,8	26,8	27	40,4	25,2	25
Estados Unidos	13,4	24,3	51	25,1	15,6	41
Argentina	6,2	11,3	62	14,4	9,0	50
China	1,1	1,1	64	10,7	6,7	56
México	1,7	3,1	68	4,3	2,7	59
Chile	1,2	2,3	70	4,3	2,7	62
Japão	2,5	4,5	74	4,3	2,7	64
Venezuela	0,8	1,4	75	4,7	2,9	67
Outros	13,4	25	100	52,4	32,6	100
Total	55,1			160,6		

Fonte: MDIC

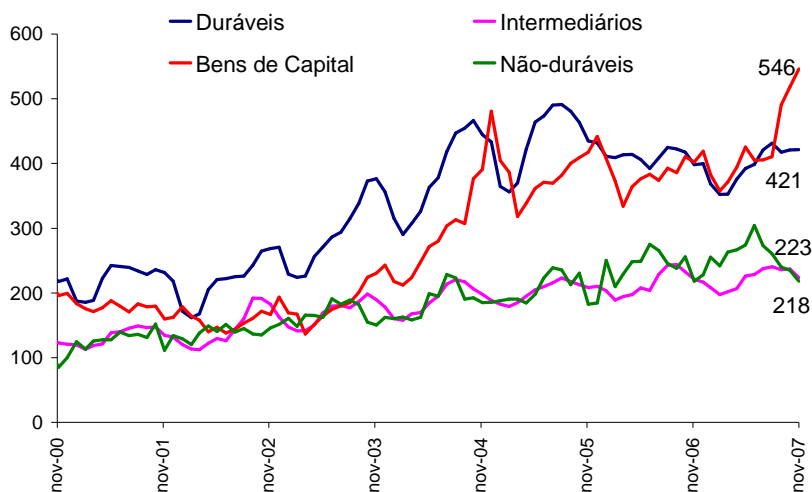
Exportações Brasileiras por Preço



Fonte: MDIC

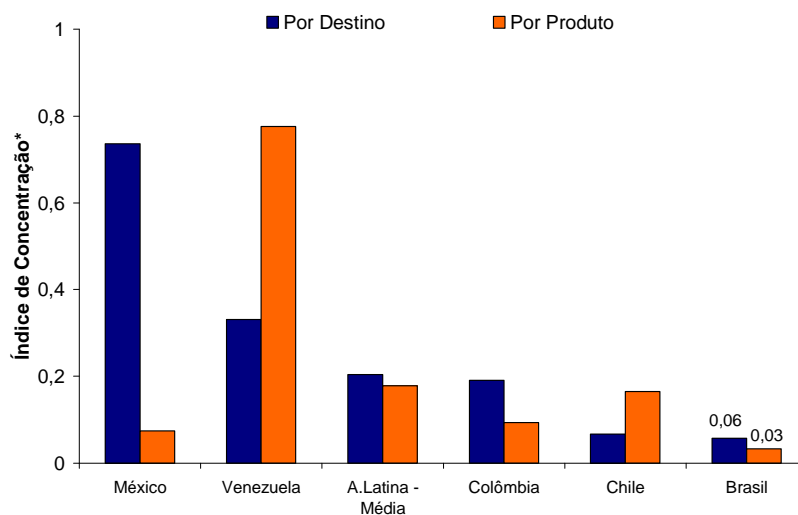
Média 1996 = 100

Exportações Brasileiras por Quantum



Fonte: MDIC
Média 1996 = 100

Índice de Concentração das Exportações Herfindahl-Hirschman

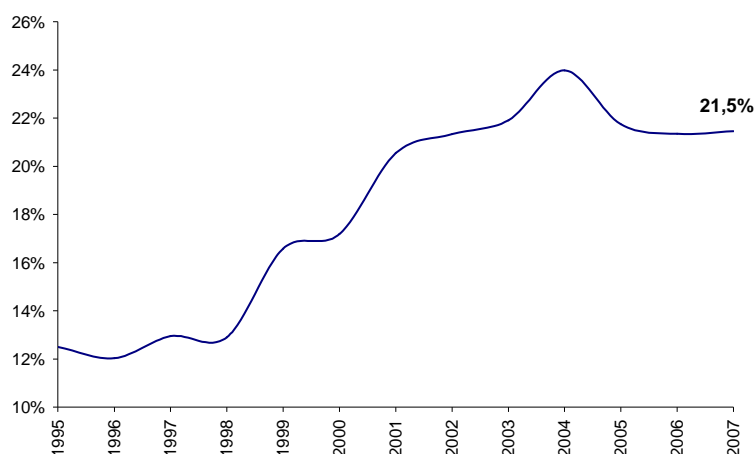


Fonte: OECD * Em 2005

Gradualmente, o setor externo tem se tornado mais importante para a economia brasileira, como mostra o recente crescimento da corrente de comércio, calculada pela soma entre as exportações e importações, que passou de US\$ 107,7 bilhões, em 2002, para US\$

281,3 bilhões, em 2007. Cabe ressaltar que o indicador “Corrente de Comércio/PIB”, cuja evolução é apresentada no gráfico abaixo, não apresenta maior robustez apenas pelo fato de o PIB, medido em dólares³, ter mais que dobrado no período recente.

Corrente de Comércio/PIB



Fonte: Banco Central

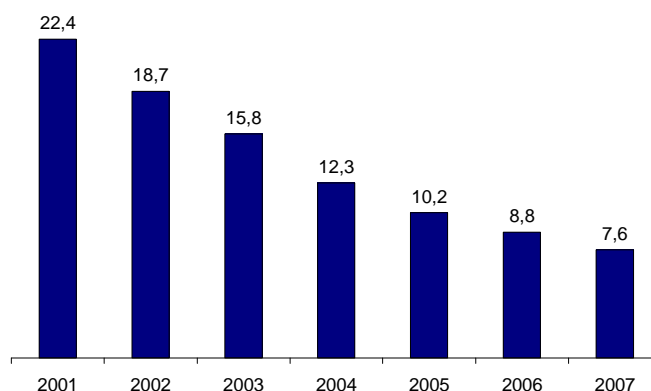
Conta Corrente

Além do excelente desempenho do setor exportador, que permitiu ao Brasil obter superávits na balança comercial nos últimos anos, deve-se ressaltar as demais fontes de recursos da conta corrente: serviços, rendas e transferências unilaterais, que apresentaram aumento nesse mesmo período. O somatório dessas fontes correntes de recursos denomina-se receitas de conta corrente ou CAR (*Current Account Receipts*), indicador mais amplo de solvência externa.

O crescimento observado em todas as fontes de receitas correntes elevou substancialmente o CAR, que, paralelamente, à redução da Dívida Externa, contribuíram para a redução dos encargos dessa dívida. Provas disso são as consistentes reduções percentuais das despesas e do serviço da Dívida Externa em termos do CAR.

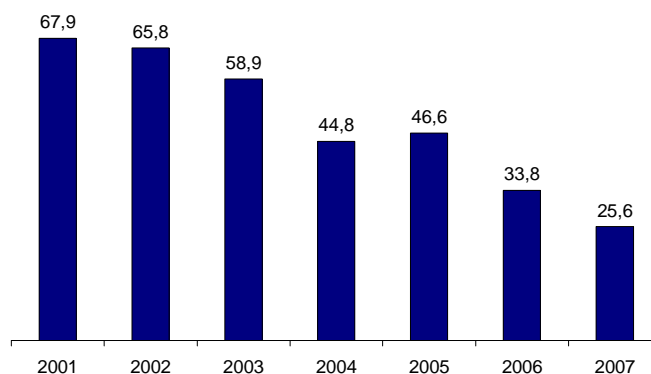
³ Em 2002, o PIB brasileiro, medido em dólares, era de US\$ 504,4 bilhões. Já, em 2007, o PIB atingiu US\$ 1.310,7 bilhões.

Despesas com Juros da Dívida Externa em termos das receitas da conta corrente (CAR) (%)



Fonte: Banco Central

Serviço da Dívida Externa (Principal e Juros) em termos das receitas da conta corrente (CAR) (%)



Fonte: Banco Central

Acúmulo de Reservas Internacionais

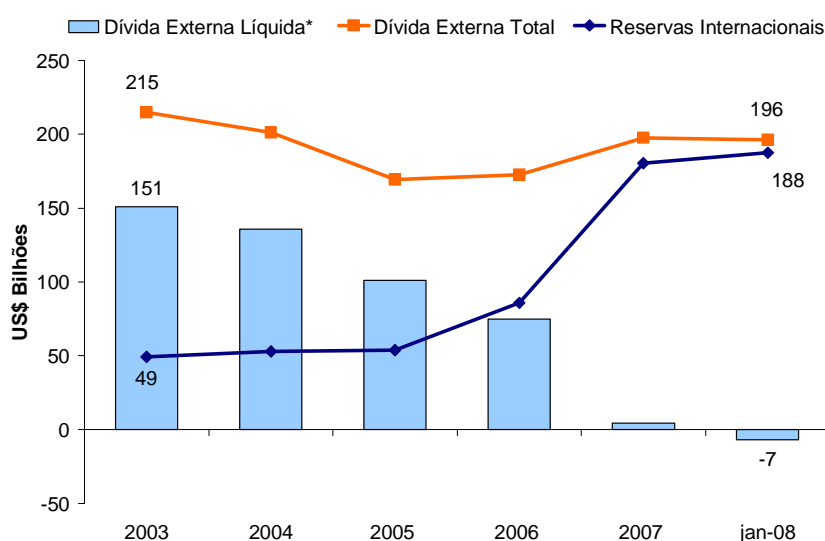
Em janeiro de 2008, a dívida externa líquida, calculada pela diferença entre a dívida externa e os ativos brasileiros no exterior, que incluem, além das reservas internacionais, créditos brasileiros no exterior e haveres de bancos comerciais⁴, tornou-se negativa, fazendo com que o Brasil se tornasse, pela primeira vez na história, credor externo. O acúmulo de reservas internacionais, a partir de 2003, incrementou em larga escala os

⁴ Em janeiro de 2008, os créditos brasileiros no exterior alcançaram US\$ 2,8 bilhões e os haveres de bancos comerciais atingiram US\$ 12,9 bilhões.

ativos em moeda estrangeira, contribuindo para a obtenção deste status de credor e, conseqüentemente, para o aumento da resistência a choques externos. Por sua vez, levando-se em consideração apenas o setor público, o Brasil havia atingido posição credora desde janeiro de 2007, quando a dívida externa desta esfera somava US\$ 88,7 bilhões e as reservas US\$ 91,1 bilhões.

Entre 2002 e janeiro de 2008, as reservas internacionais apresentaram crescimento de 575%, ao passar de US\$ 27,8 bilhões para US\$ 187,6 bilhões.

Dívida Externa e Reservas Internacionais



*Inclui, além de reservas internacionais, créditos brasileiros no exterior e haveres de bancos comerciais.

Fonte: Banco Central

O acúmulo de reservas internacionais não é importante apenas na análise frente ao estoque da dívida externa, mas também quando se considera o montante mensal de importações. No caso brasileiro, as reservas cobriam, em 2001, 6 meses de importação. Em 2007, as reservas correspondiam a 18 meses de importação, levando em consideração, paralelamente, um fluxo de importações bastante superior (US\$ 120,6 bilhões, em 2007, contra US\$ 55,6 bilhões, em 2001).

Importações / Reservas Internacionais

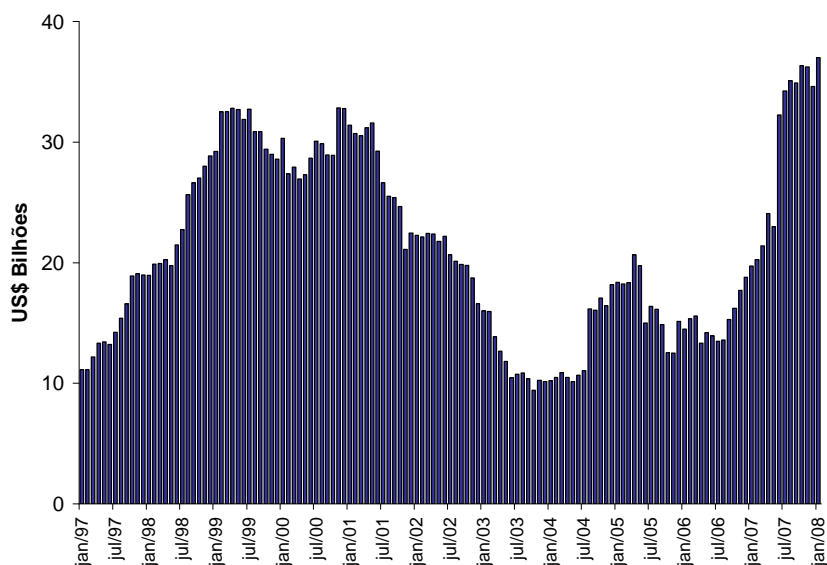


Fonte: Banco Central

Investimentos Estrangeiros

Além do acúmulo de reservas internacionais e dos robustos resultados da balança comercial, outras variáveis também têm alcançado patamares inéditos. O investimento estrangeiro líquido elevou-se para um nível superior ao obtido em função da entrada de divisas para as privatizações ocorridas no final dos anos 90. Esse crescente fluxo demonstra a confiança do investidor em projetos de médio e longo prazos no país, que pode ser atribuída, em grande parte, à maior estabilidade das políticas econômicas e ao amadurecimento das instituições brasileiras.

Investimento Estrangeiro Direto (acumulado nos últimos 12 meses)

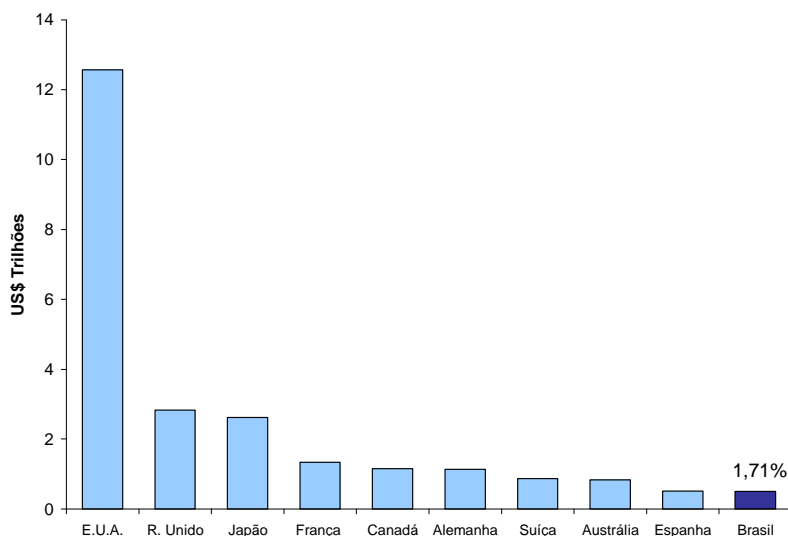


Fonte: Banco Central

Não é por outra razão que o mercado de ações brasileiro já figura entre os dez maiores do mundo⁵, tendo atingido, ao final de 2007, um valor em mercado de US\$ 509,1 bilhões, a frente de importantes mercados desenvolvidos, como Itália e Holanda. Além de ser o décimo maior do mundo, o mercado brasileiro é o maior entre os países emergentes, superando, em valor em mercado (*market cap*), cada um dos países que compõe o grupo denominado BRICs: Rússia, China e Índia. O crescimento do valor em mercado é respaldado pelo recorde de ofertas públicas iniciais (64 IPOs) em 2007, o que colabora para o aumento da liquidez nesse segmento.

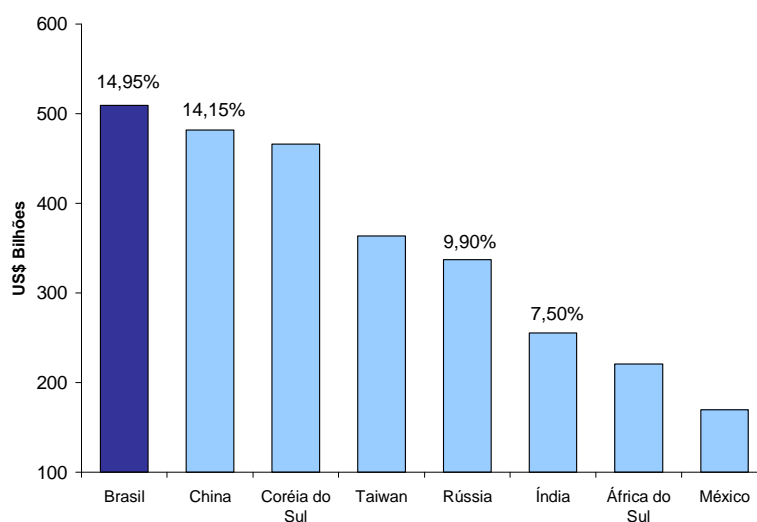
⁵ Para maiores detalhes, ver Citigroup Strategy Flash, 26 fevereiro de 2008, o qual utiliza dados do índice MSCI GEMs.

Mercado Acionário (Índice MSCI) - Economias Globais



Fonte: Morgan Stanley (MSCI), Citigroup

Mercado Acionário (Índice MSCI)- Países Emergentes

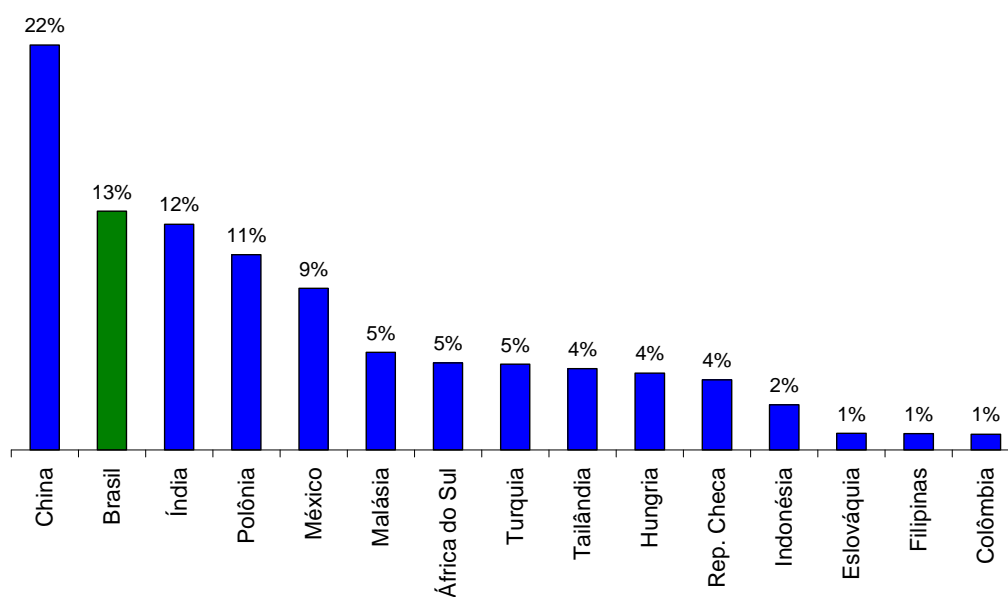


Fonte: Morgan Stanley (MSCI), Citigroup

Adicionalmente, a conta financeira brasileira registrou, em 2007, elevado ingresso líquido de recursos para investimento em ações (US\$ 24,6 bilhões) e em títulos da dívida pública doméstica (US\$ 20,5 bilhões).

Na esteira da diminuição do risco e do incremento da confiança do investidor estrangeiro no Brasil, o mercado local é incluído em vários índices de referência usados por diversos analistas, como mostram os gráficos abaixo.

GBI -EM Broad: Índice de Títulos Locais de Renda Fixa

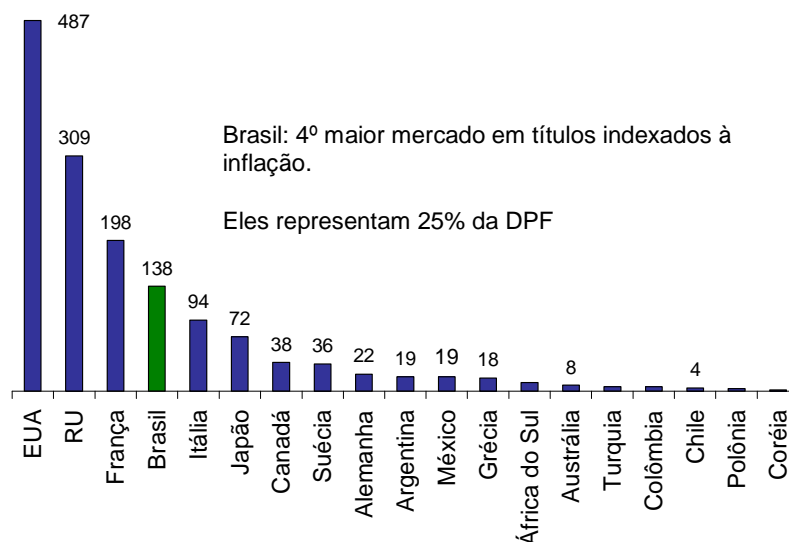


Fonte: JPMorgan

Já o índice GILB⁶, apresentado abaixo, é referência para carteiras de títulos públicos indexados ou referenciados à inflação. Segundo tal índice, o Brasil é o quarto maior mercado do mundo nesse segmento e, de longe, o maior dentre os emergentes, cerca de sete vezes superior ao segundo e terceiro colocados (Argentina e México, respectivamente). Cabe ressaltar que tais títulos representam atualmente cerca de 25% da Dívida Pública Federal.

⁶ Barclay's Global Inflation Linked Bonds

GILB: Índice de Títulos Locais Indexados à Inflação



Fonte: Barclay's

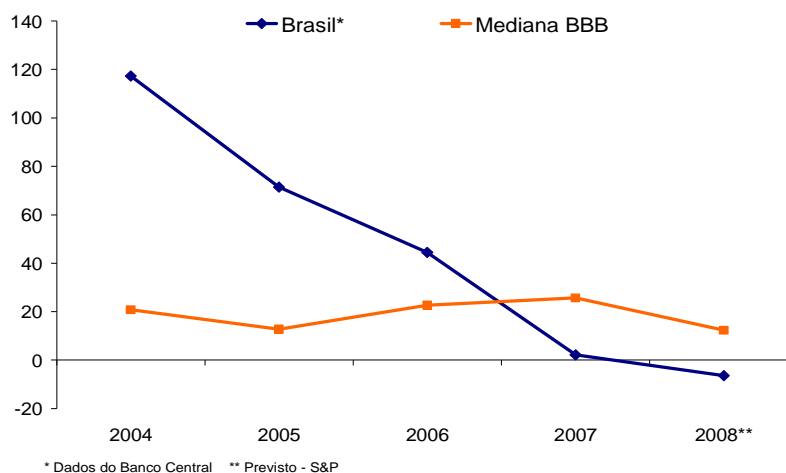
Comparativo internacional

Por fim, nesta seção, realiza-se breve análise comparativa entre os indicadores de sustentabilidade externa do Brasil e a mediana dos países classificados como BBB ou Baa3 (grau de investimento) pelas agências de classificação⁷.

A Dívida Externa Líquida brasileira era, em 2004, próxima a 117% das receitas de conta corrente (CAR), muito acima da mediana dos países BBB (21%). Com o país tornando-se credor externo, a previsão, para 2008, é de que a relação Dívida Externa Líquida sobre CAR seja negativa (-6,5%) para o Brasil, refletindo sua posição credora e mostrando patamar relativamente melhor que a mediana dos BBB, atualmente em 12%.

⁷ Atualmente, a dívida externa de longo prazo brasileira é classificada como BB+ para as agências Standard and Poor's e Fitch e classificada como Ba1 pela agência Moody's. Em todos os três casos, a classificação se encontra a um nível do "grau de investimento". Cabe destacar que a dívida interna, que representa mais de 90% da DPF, é considerada "grau de investimento" pela agência Standard and Poor's ao ser classificada como BBB.

Dívida Externa Líquida / CAR (%)



*Dados do Banco Central ** Previsto – S&P

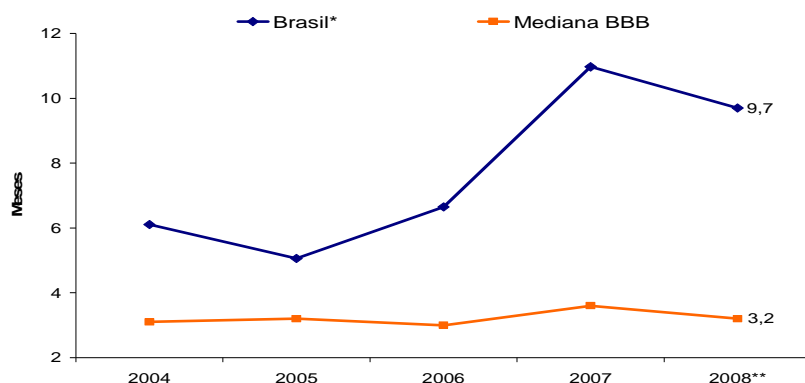
Fonte: Banco Central e Standard and Poor's

Outro indicador de solvência analisado diz respeito ao número de meses de pagamentos de conta corrente (CAP), dado que reúne os desembolsos referentes às importações, às rendas, aos serviços e às transferências unilaterais, cobertos pelas reservas internacionais.

Devido ao acúmulo de reservas internacionais, a relação do CAP em relação às reservas internacionais⁸ atingiu 11 meses, em 2007, valor bastante superior aos 6,1 meses de cobertura, em 2004. O valor previsto para 2008 é 9,7 meses de cobertura, também bastante superior à mediana dos BBB, atualmente em 3,2 meses.

⁸ Este indicador mostra, em situações de estresse – em que as entradas de recursos estrangeiros cessassem ou sofressem considerável redução - por até que período o país suportaria (utilizando suas reservas), os desembolsos de conta corrente, como importações, pagamentos de juros e lucros e transferências unilaterais. Desse modo, quanto maior o indicador, menor é a vulnerabilidade externa.

Reservas/ CAP



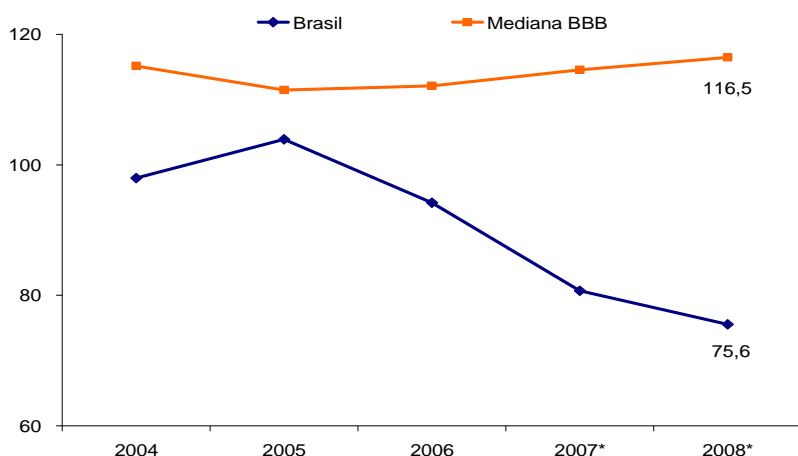
* Dados do Banco Central ** Previsto - S&P

*Dados do Banco Central ** Previsto – S&P

Fonte: Banco Central e Standard and Poor's

A elevada solidez externa brasileira é ainda evidenciada pela redução da necessidade bruta de financiamento externo, calculada pelos pagamentos de conta corrente (CAP) somados ao serviço da dívida de médio e longo prazos e ao estoque de dívida de curto prazo, em relação à soma entre as receitas de conta corrente (CAR) e a parcela utilizável das reservas internacionais⁹. O histórico recente brasileiro permitiu que esse indicador apresentasse tendência de declínio a partir de 2005, ao contrário do observado para os países BBB, como podemos observar no gráfico a seguir. A previsão para 2008 é de que a necessidade bruta de financiamento externo do Brasil represente 76% da soma entre as CAR e a parcela utilizável das reservas.

Necessidade bruta de Financiamento Externo



Fonte: Standard and Poor's * Estimativa

⁹ Na avaliação das agências de *rating*, a totalidade das reservas internacionais brasileiras são utilizáveis, embora para alguns países haja restrição ao uso de parcela destas reservas.

A redução da vulnerabilidade externa é, indubitavelmente, um grande passo na direção do *investment grade*, que deve ser acompanhada por um crescimento do PIB estável, guiado pela demanda doméstica, com a inflação em patamares reduzidos e pelo comprometimento com uma política fiscal austera, alicerçada em superávits primários robustos, como se tem observado nos últimos anos.

O ajuste macroeconômico pelo lado fiscal também é motivo de destaque, uma vez que o governo tem convergido para uma estrutura de endividamento de melhor qualidade em termos de composição e de perfil da maturação da Dívida Pública Federal – DPF, além de caminhar consistentemente para taxas menores da relação Dívida Líquida do Setor Público /PIB.

Várias demonstrações do governo têm sido apresentadas recentemente, além dos tradicionais resultados primários condizentes com as metas traçadas em lei. O governo sabe dos desafios que tem pela frente e lida com eles em diversas frentes. Um exemplo disso é o recente envio de proposta de uma reforma tributária ampla e factível ao legislativo, em consonância com a criação de uma agenda positiva para o País em termos de redução das distorções, aumento da eficiência e competitividade e aumento dos investimentos. Em suma, a ampliação e manutenção desse espectro de medidas estruturais nas finanças e na infra-estrutura visam a consolidar o Brasil como o país das oportunidades.

Coordenação-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública

Relacionamento Institucional

Equipe técnica:

Gerente Adjunto: André Proite
Fabio Guelfi Pereira
Fabricio Moura Moreira
Flávia Fernandes Rodrigues Barbosa
Juliana Diniz Coelho
Leonardo Tavares Lameiro da Costa

e-mail: stndivida@fazenda.gov.br

fax: ++ 55 61 3412-1565