

## **Brasil: Maior Resistência a Choques Externos**

O desempenho recente da economia brasileira reflete o legado da consolidação, nos últimos anos, de diretrizes de política econômica focados na sustentação de uma política fiscal austera e de uma política monetária empenhada no cumprimento das metas de inflação. O comprometimento com a questão fiscal – que se aprofundou a partir do início do ano passado, com o estabelecimento de metas de superávit primário mais rigorosas – procurou, em última análise, garantir uma dinâmica da relação dívida/PIB compatível com a situação das contas públicas do País. Já do ponto de vista da política monetária, o comprometimento com o sistema de metas de inflação, demonstrado desde os primeiros dias do governo, transmitiu ao mercado segurança em relação ao papel da estabilidade econômica no futuro do País.

De maneira geral, estes esforços contínuos do governo brasileiro têm sido realizados de modo a diminuir a sensibilidade das variáveis macroeconômicas em relação a choques externos. Essa melhora é evidenciada nos resultados positivos dos indicadores fiscais e de contas externas. A partir dessa melhora, vale analisar a robustez desses ajustes e a sua manutenção nos anos que se seguirão. O presente texto traz algumas considerações que revelam uma situação de maior resistência do País a choques, além de sustentar a visão de que o ajuste é consistente.

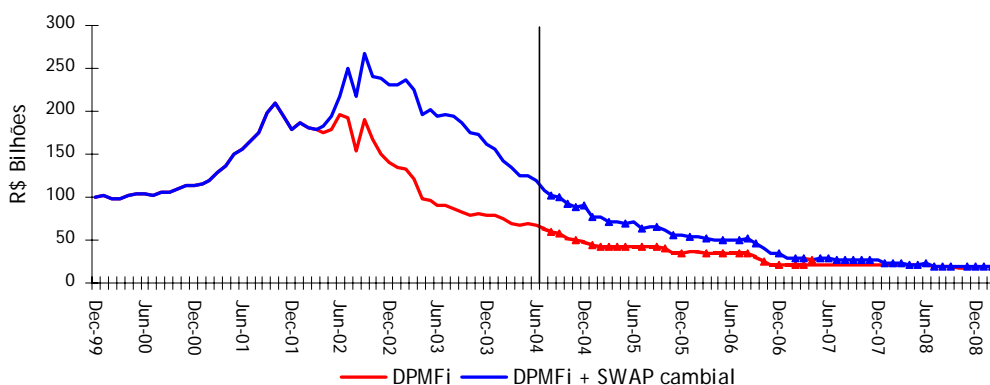
Para os próximos anos, acredita-se que a manutenção do quadro favorável será de extrema importância para um cenário positivo de solvência fiscal brasileira, traduzindo-se em maior credibilidade do mercado. Neste quadro, além do aprofundamento das reformas estruturais, da melhora dos fundamentos econômicos do Brasil, as perspectivas positivas para a dinâmica da dívida e para as contas externas reforçam a sustentabilidade do país, contribuindo para o estímulo ao investimento e para o crescimento econômico.

Nesse sentido, este informe inicialmente busca apontar os impactos da política continuada de redução da exposição cambial na dívida pública. Posteriormente, mostra a melhora expressiva das contas externas, revelando argumentos favoráveis que indicam a conservação desta trajetória positiva, além de fazer um comparativo das contas externas com outros países de *rating* semelhantes ou superiores ao do Brasil.

### **REDUÇÃO DA EXPOSIÇÃO AO CÂMBIO E SENSIBILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL**

**A condução de uma política consistente de redução, pelo governo, da exposição cambial da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) tem permitido redução dos riscos a ela atrelados.** O volume correspondente à dívida interna indexada ao câmbio - como proporção da dívida total - acrescida das operações de *swap* cambial tem se mantido em trajetória declinante nos últimos 18 meses, apresentando queda expressiva de 60% no período, conforme se observa no gráfico 1 a seguir (reduzindo-se de R\$ 268 bilhões – 40,67 % da dívida total – em setembro de 2002, para R\$ 107 bilhões – 14,11 % da dívida total – em julho de 2004).

**Gráfico 1- Exposição Cambial –DPMFi e SWAP (estoque realizado e projetado\*)**



Fonte: STN/COGEP

\* Adotou-se hipótese de referência de não rolagem de *swaps* cambiais para os valores projetados a partir de julho de 2004. A média de rolagem de *swaps* cambial de janeiro de 2004 a julho de 2004 foi de 6,7%.

**As perspectivas para os próximos anos são bastante favoráveis**, (vide gráfico 1). Com a manutenção da atual estratégia do governo, de não emissão de títulos cambiais, os estoques dos títulos Notas do Banco Central, série E (NBCE) e Notas do Tesouro Nacional, série D (NTN-D)<sup>1</sup>, seriam extintos respectivamente em novembro de 2006 e julho de 2008. Além disso, adotando-se hipótese de referência de não rolagem dos *swaps* cambiais, esse estoque acabaria em janeiro de 2009. Nesse momento, o estoque da DPMFi atrelado ao câmbio se restringiria aos títulos colocados via emissão direta<sup>2</sup>. Isso representa uma significativa redução à exposição cambial, com reflexos fortemente positivos sobre a percepção do risco país.

### **Volatilidade Cambial**

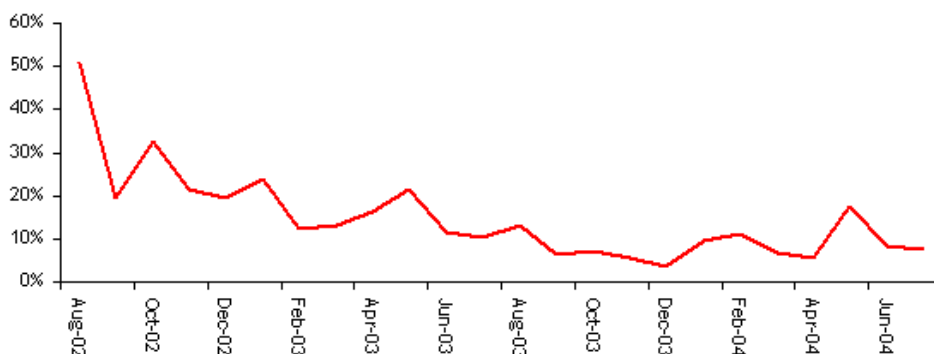
**Outro fator positivo é o fato da volatilidade cambial ter sofrido redução consistente ao longo dos últimos meses.** Em situações de elevada instabilidade do cenário externo e de variações bruscas no fluxo de capitais entre países, flutuações da taxa de câmbio representam uma fonte de risco para o gerenciamento da dívida. Calculando esta volatilidade com base no desvio-padrão anualizado das cotações diárias dentro de cada mês, observa-se queda brusca de 50,9%, em agosto de 2002, para 7,4%, em julho de 2004, como ilustrado no gráfico 2.

**O comportamento cada vez menos volátil do câmbio está certamente ligado à sinalização dos bons fundamentos macroeconômicos, à perspectiva de crescimento sustentado da economia e, de forma mais direta, aos excelentes resultados com as contas externas.** Esta confiança na economia levou o país a superar, de forma satisfatória, a retomada da política monetária mais restritiva da economia americana, ocorrida a partir do primeiro semestre de 2004.

<sup>1</sup> Títulos indexados ao câmbio.

<sup>2</sup> A partir de janeiro de 2009 a dívida pública cambial interna se restringiria ao estoque de títulos cambiais internos de longo prazo, colocados via emissão direta, no valor de, aproximadamente, R\$ 18 bilhões.

**Gráfico 2 – Volatilidade\* Anual do Câmbio**



Fonte: Bacen

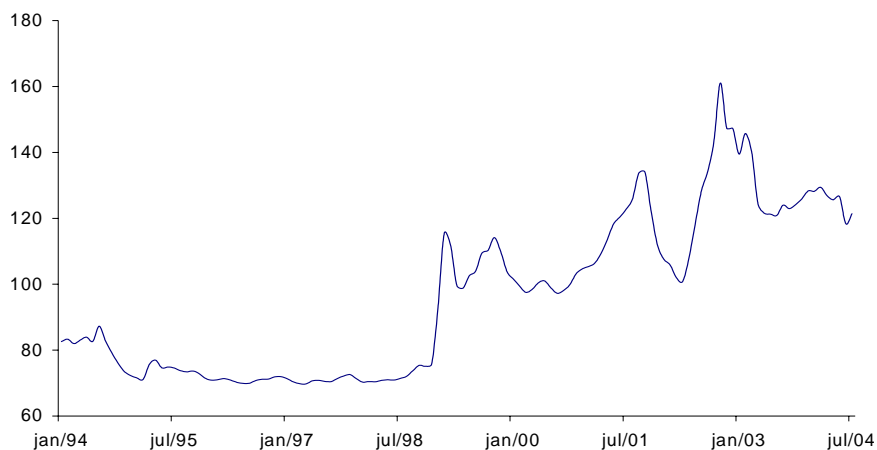
Elaboração: STN/COGEP

\*Volatilidade dada pelo desvio-padrão da variação percentual diária dos últimos 20 dias da taxa de câmbio (Ptax 800).

### **Uma Taxa de Câmbio Competitiva**

**O nível mais competitivo da taxa de câmbio real (gráfico 4) e o ajuste nas contas externas contribuem bastante para a redução da probabilidade de desvalorização cambial.** Nesse sentido, a menor probabilidade de ocorrência de desvalorizações bruscas potencializa a redução do risco cambial, proveniente da menor participação de instrumentos vinculados ao câmbio na dívida pública.

**Gráfico 4 – Câmbio Real (média 2000 =100)**



Fonte: IPEADATA

### **Indicador Dívida Líquida do Setor Público/PIB**

**A Dívida Líquida do Setor Público (DSLPI) como proporção do PIB, importante indicador de solvência para os investidores, tem apresentado menor sensibilidade a oscilações do câmbio comparativamente a períodos anteriores.** Avanços importantes têm sido feitos pelo governo no sentido de conquistar a confiança dos investidores, não só pelo compromisso de redução da DLSP/PIB, mas também pela melhora qualitativa de sua composição. A elevada

---

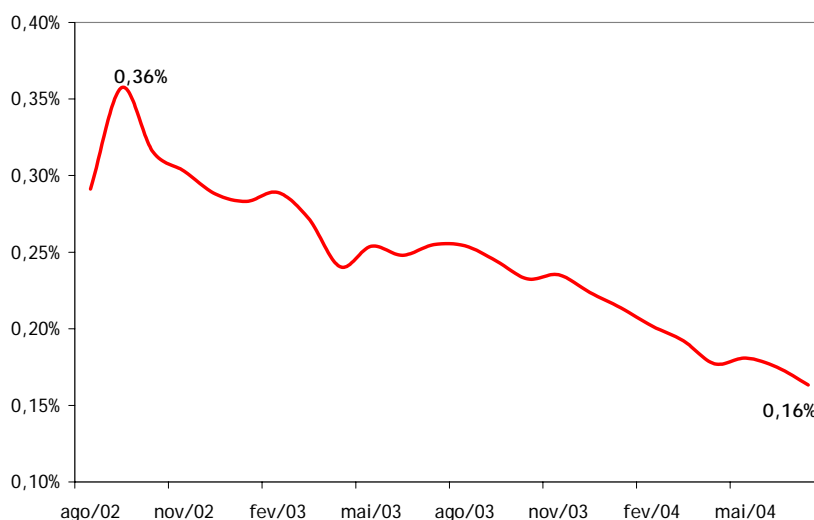
Tesouro Nacional: <http://www.stn.fazenda.gov.br/>

Tesouro Direto (venda de títulos públicos pela Internet): <http://www.tesourodireto.gov.br/>

exposição cambial, no passado, tornava a razão DLSP/PIB muito sensível a flutuações no câmbio, que acabava por provocar uma elevação no risco país, num ciclo negativo que tinha impactos nos juros e, conseqüentemente, no lado fiscal. A redução do impacto de oscilações do câmbio na DLSP é importante para quebrar esse ciclo que se iniciava a cada crise.

**O impacto de uma desvalorização cambial sobre a DLSP/PIB se reduziu praticamente à metade ao longo dos últimos anos.** O gráfico 4 abaixo revela que o impacto de uma desvalorização cambial de 1% passou de 0,36% em setembro de 2002 para 0,16% em julho de 2004, sendo este o menor valor desde dezembro de 1999.

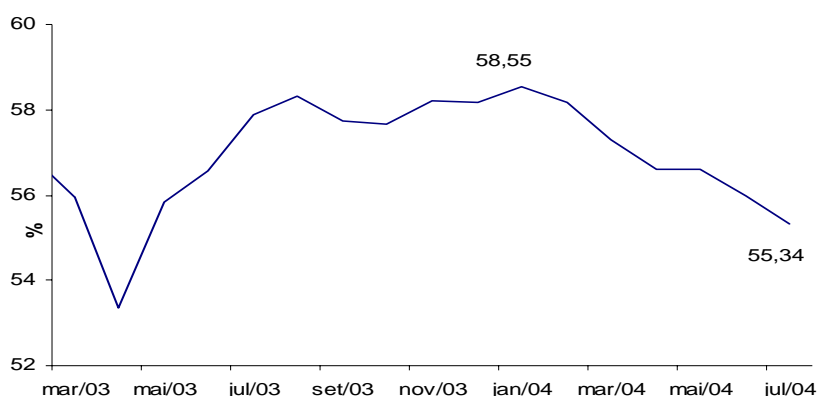
**Gráfico 4 – Impacto de uma desvalorização cambial de 1% na relação DLSP/PIB**



Fonte:STN/COGEP

**Aliado à menor exposição cambial, o comprometimento do governo com o superávit primário, a queda das taxas reais de juros e o crescimento econômico propiciaram a queda da relação dívida/PIB ao longo de 2004.** No ano essa relação já apresentou queda de 3,2 pontos percentuais do PIB e projeções de mercado indicam que essa relação cairá ainda mais nos próximos anos.

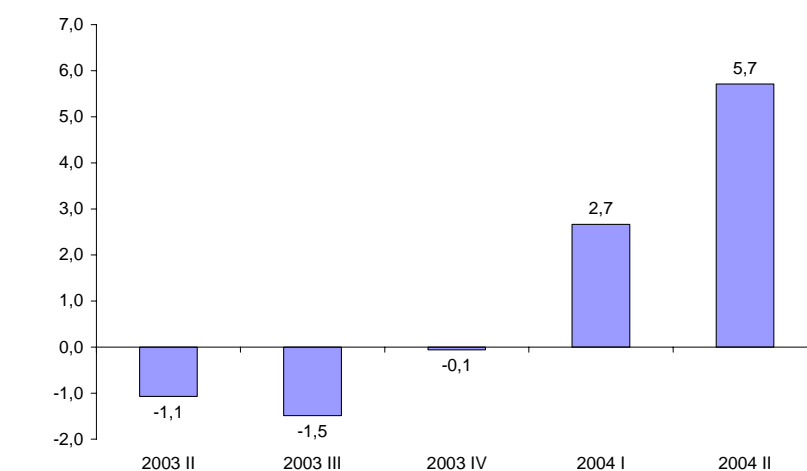
**Gráfico 5 – DLSP como parcela do PIB**



Fonte:Bacen

**A forte recuperação da atividade econômica, refletida diretamente no crescimento do produto, dará significativa contribuição para a sustentação da trajetória declinante da relação dívida/PIB.** O crescimento do PIB previsto para 2004 já é uma realidade, tendo alcançado 5,7% no segundo trimestre de 2004, em comparação com o igual trimestre de 2003, conforme gráfico 6 a seguir. A expressividade deste incremento é constatada quando se observa que este é o maior crescimento desde o terceiro trimestre de 1996. Em conjunto com o desempenho dos três primeiros meses do ano, o crescimento acumulado no primeiro semestre de 2004, contra igual período de 2003, chega a 4,2%.

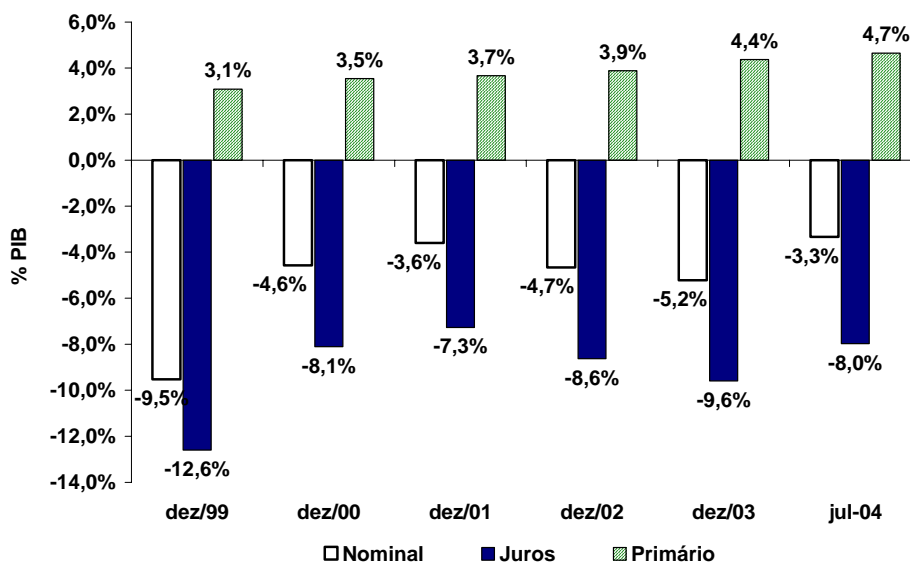
**Gráfico 6 – Variação do PIB Trimestre Contra Igual Trimestre do Ano Anterior (%)**



Fonte: IBGE

**No âmbito das finanças públicas, as boas notícias não se restringem à consolidação dos resultados primários positivos - o déficit nominal e o pagamento de juros vêm apresentando trajetórias fortemente declinantes.** O gráfico 7, a seguir, mostra que até julho de 2004, o desempenho positivo das variáveis fiscais vem se acentuando com a redução significativa dos juros (em 1,6 pontos percentuais) levando o déficit nominal, conseqüentemente, a níveis historicamente baixos. Destaca-se que, o crescimento econômico, aliado às políticas de austeridade fiscal consolidada neste governo, deverá colaborar significativamente com o resultado destes indicadores em 2004.

**Gráfico7 – Resultados Fiscais do Setor Público (% do PIB)**

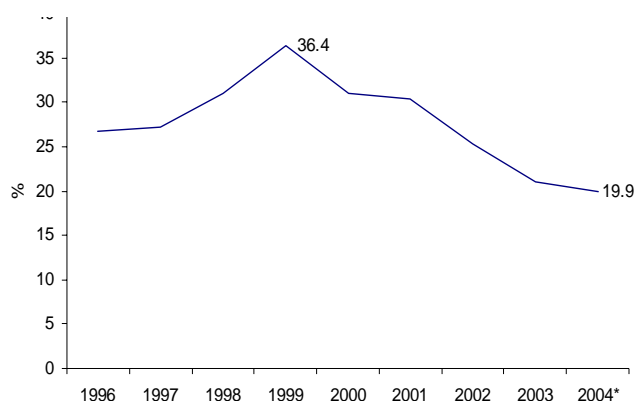


Fonte: BACEN.

**MAIOR RESISTÊNCIA DA ECONOMIA A CHOQUES: ROBUSTEZ DAS CONTAS EXTERNAS**

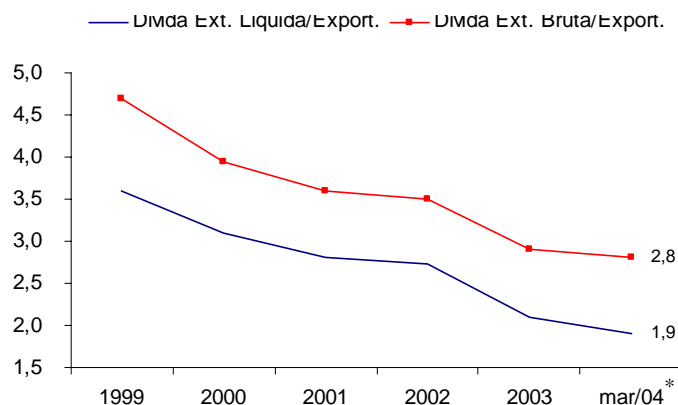
Várias são as referências que denotam a menor vulnerabilidade externa da economia brasileira. Exemplos de indicadores, acompanhados de perto pelos investidores, que levam a essa constatação são: a proporção da dívida externa em relação às exportações - que era de 2,7 em 2002 e apresenta valor projetado para 2004 de 1,8, de acordo com o Banco Central (BACEN) -, e o pagamento de juros sobre exportações que deverá cair de 25,3% em 2002 para 19,9% em 2004, segundo a mesma fonte, como indicam os gráficos a seguir.

**Gráfico 8 – Proporção dos Juros sobre as Exportações (%)**



\*Projeção Bacen para dezembro de 2004.  
Fonte: Bacen

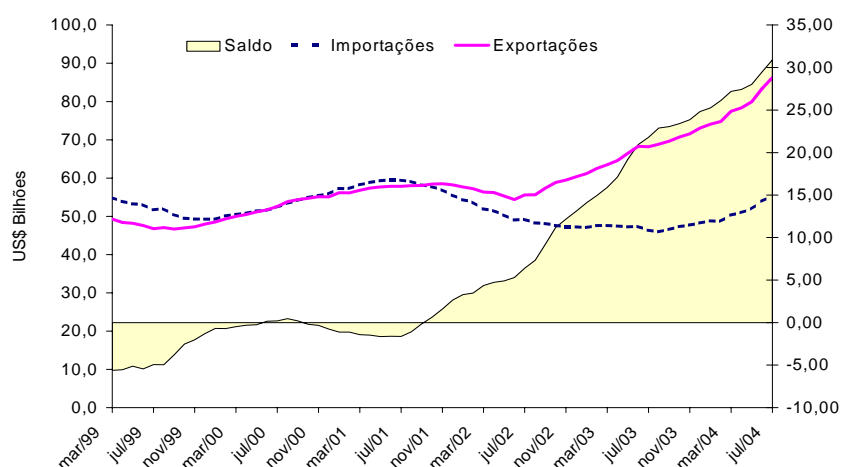
**Gráfico 9 - Proporção da Dívida Externa sobre as Exportações**



\* A projeção Bacen para dezembro de 2004 é de 1,8.  
Fonte: Bacen

**O ajuste da conta corrente foi da ordem de 5,8% do PIB a partir da mudança do regime cambial de 1999, liderado pelo crescimento das exportações.** O aumento das vendas externas foi resultado, em parte, das medidas do governo de estímulo à atividade, aliadas aos contínuos esforços do setor privado exportador. Para ilustrar, entre 1999 e o primeiro quadrimestre de 2004, as exportações passaram de 8,9% para 15,3% do PIB. O gráfico 10, abaixo, mostra a trajetória da balança comercial nos últimos anos. Nele fica evidente que o crescimento significativo do saldo comercial brasileiro não está vinculado a uma redução na aquisição de artigos importados, por estagnação da atividade econômica, mas como resultado do forte desempenho das exportações.

**Gráfico 10- Balança Comercial**



**Fatores estruturais permitirão a sustentabilidade do ajuste nas contas externas.** A solidez do ajuste nas contas externas foi favorecida pela situação positiva da economia mundial e, o que é mais importante, por fatores estruturais. Esses últimos levam a perspectivas positivas para o comportamento das exportações brasileiras no longo prazo, ainda que se observe arrefecimento no crescimento econômico mundial.

Com relação ao crescimento mundial, a demanda maior por bens importados contribuirá para o aumento do fluxo de exportações brasileiras. Além disso, ele auxiliará na manutenção dos preços das *commodities*, elevando o preço relativo das exportações brasileiras comparativamente às importações.

**Tabela 1- Perspectivas de Crescimento do PIB para a Economia Mundial - 2002 a 2005**

	(em %)			
	2002	2003	2004*	2005*
Mundo	3,0	3,9	4,6	4,4
Países Desenvolvidos	1,7	2,1	3,5	3,1
<i>Estados Unidos</i>	2,2	3,1	4,6	3,9
<i>Zona do Euro</i>	0,9	0,4	1,7	2,3
<i>Japão</i>	-0,3	2,7	3,4	1,9
<i>Outros</i>	3,0	2,2	3,6	3,5
Países em Desenvolvimento	4,6	6,1	6,0	5,9

Fonte: Word Economic Outlook, Abril 2004 - FMI

\*Estimativa

**Quanto aos componentes estruturais, estes podem ser observados pela crescente diversificação das exportações brasileiras.** As vendas externas brasileiras estão sendo destinadas para um maior número de parceiros comerciais, estando menos concentradas nos principais países, e refletindo, também, uma maior quantidade, o que indica que a elevação das exportações brasileiras não se deve apenas ao aumento dos preços dos produtos. Além disso, as exportações passam a concentrar-se mais em produtos manufaturados, o que revela a maior competitividade da indústria brasileira.

**Tabela 2 - Diversificação do crescimento das exportações**  
(em %)

Países de Destino	2002	2003	2004*
Todos os países	100	100	100
4 Países Principais	89	40	22
EUA	48	11	6
China	26	16	7
Holanda	13	9	5
Alemanha	1	5	5
Demais Países	11	60	78

Fonte: MDIC-SECEX

\* Até junho.

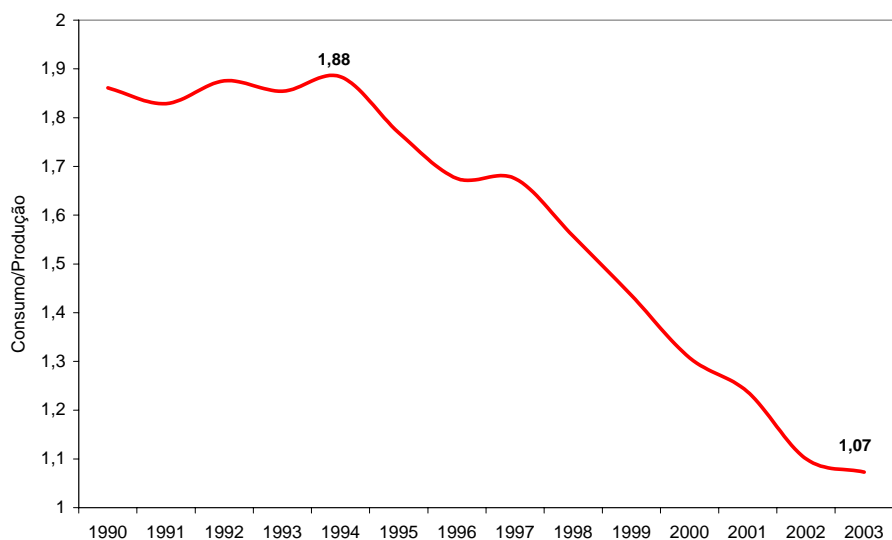
**Tabela 3 - Composição do Crescimento das Exportações**

	Exportações		
	Básicos	Semimanufaturados	Manufaturados
1º Trimestre 2003 (US\$ bilhões)	4,0	2,5	8,3
1º Trimestre 2004 (US\$ bilhões)	5,8	2,9	10,4
Var. %	45,0%	18,6%	25,6%
Var. % Preços	18,5%	5,9%	2,0%
Var. % Qtde	23,1%	11,8%	23,0%



Um ponto recorrentemente explorado quando se trata das contas externas do País é o papel do comércio internacional do petróleo. Este produto, outrora fator de desequilíbrio da balança comercial brasileira, não mais se caracteriza em uma ameaça ao equilíbrio externo alcançado, em função do significativo avanço da produção nacional. Conforme indica o gráfico 11, a seguir, o consumo aparente<sup>3</sup>, como proporção da produção total, vem apresentando forte trajetória de queda nos últimos anos, claramente identificada quando se observa que o país consumia cerca de 88% a mais do que produzia em 1994, e ao final de 2003 consumia apenas cerca de 7% a mais<sup>4</sup>. Estes avanços – que devem, em poucos anos, levar o País ao equilíbrio entre produção e consumo – no âmbito das contas externas também significam menor vulnerabilidade, na medida em que choques nos preços destes produtos deverão ter impacto cada vez menos significantes no saldo comercial.

**Gráfico 11- Relação Consumo Aparente e Produção de Petróleo no Brasil**



Fonte: ANP

**A sustentabilidade apresentada do ajuste externo é confirmada pelo mercado, ao se observar que suas expectativas estão sendo revistas**, no que se refere aos indicadores externos de saldo em conta corrente e balança comercial, desde 2003. A tabela a seguir mostra, desde o ano passado, as previsões de mercado em cada início de trimestre para o ano de 2004 e para 2005. Nota-se uma melhora considerável da expectativa do mercado em relação ao início do período analisado. Por exemplo, as medianas para a balança comercial e o saldo em conta corrente, no início de 2003, eram respectivamente de 16 e -5,3 bilhões de dólares. A previsão atual do mercado é, para os mesmos indicadores, de 30,1 e 7 bilhões de dólares, refletindo o reconhecimento, pelo mercado, dos sólidos esforços para alcançar um ajuste externo consistente. A expectativa para 2005, ainda é fortemente positiva, embora um pouco inferior ao ano atual.

<sup>3</sup> O consumo aparente é calculado com base na produção (P), importação (I) e exportação (E) de petróleo (P + I - E)

<sup>4</sup> Números preliminares recentes apontam para ligeiro acréscimo nessa relação em virtude, principalmente, da retomada das importações. No entanto, projeções da Petrobrás apontam auto-suficiência na produção do petróleo até 2007.

Isto se deve, no entanto, a uma expectativa positiva de que o País continuará crescendo em 2005, trazendo reflexos sobre o nível das importações.

**Tabela 4 – Expectativas de Mercado para Balança Comercial e Saldo em Conta Corrente**

Data da Projeção*	Balança Comercial (US\$ bi)		Saldo em Conta Corrente(US\$ bi)	
	Mediana		Mediana	
Em 2003	2004	2005	2004	2005
1o.trim	16,0	16,0	-5,3	-6,7
2o.trim	16,4	16,0	-4,8	-4,0
3o.trim	15,4	15,0	-5,0	-5,0
4o.trim	16,0	15,4	-4,9	-4,0
<b>Em 2004</b>				
1o.trim	19,1	18,1	-3,5	-4,0
2o.trim	24,0	21,0	1,0	-2,2
3o.trim	27,8	23,6	4,5	0,0
Em 20/08/2004	30,1	26,0	7,0	3,0

Fonte: Bacen-Relatório Focus  
\* Início de cada período

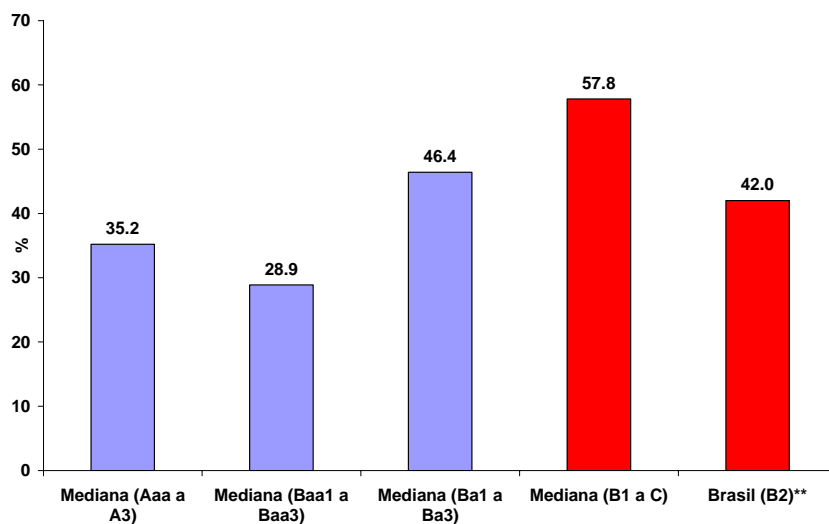
### **Brasil: Uma Análise Comparativa**

Uma análise comparativa das contas externas do Brasil permite observar que, também em termos relativos, o País encontra-se em situação bastante favorável<sup>5</sup>. Dados de vulnerabilidade externa revelam que o Brasil vem apresentando resultados mais favoráveis comparativamente a países de *rating* ainda maiores do que o seu<sup>6</sup>, como mostra o gráfico 9. Isso pode ser observado por dados de dívida externa como parcela do PIB e pelo saldo em conta corrente como proporção do PIB.

<sup>5</sup> As duas barras mais escuras dos gráficos, em vermelho, revelam a mediana dos países de ratings semelhantes ao do Brasil e o resultado do país, respectivamente.

<sup>6</sup> Atualmente os ratings do Brasil são segundo a Moody's B2 e Standard & Poors e Fitch B+.

**Gráfico 9 – Dívida Externa\* como proporção do PIB – Projeção 2004**

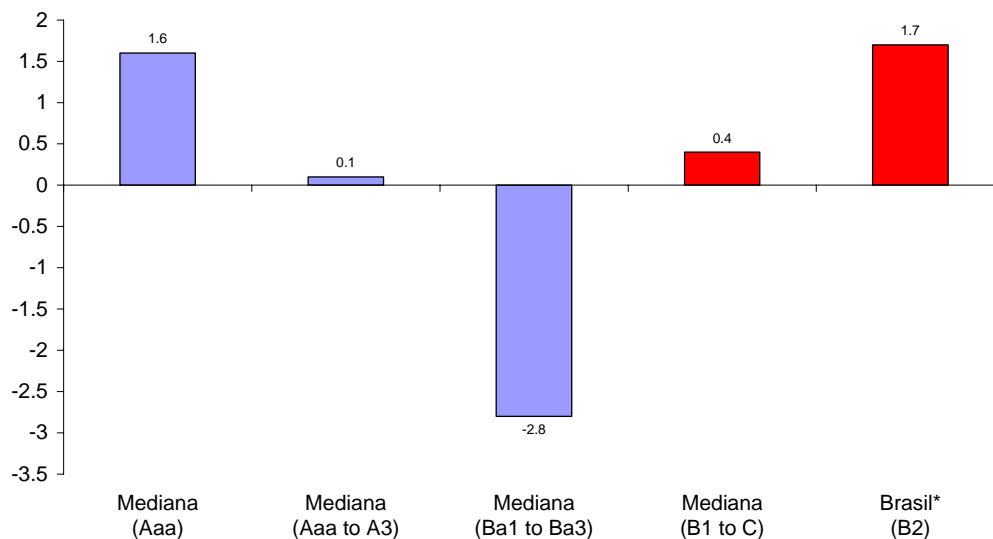


\*Inclui dívidas privada e pública

\*\* Março/03

Fonte: Moody's

**Gráfico 10 – Saldo em Conta Corrente como proporção do PIB – Projeção 2004**



Fonte: Moody's

\* Realizado até julho de 2004 (últimos 12 meses).

A expressiva melhora de indicadores fiscais e externos fortalece a capacidade de recuperação da economia frente a choques adversos e garante maior robustez e eficiência às políticas econômicas do governo. Relatórios recentes divulgados por instituições financeiras confirmam essa melhora e analisam de forma positiva a posição do país frente a seus pares<sup>7</sup>.

Em suma, as perspectivas para as contas fiscais e externas são mais favoráveis comparativamente a períodos anteriores, o que vem sendo confirmado pelo mercado por meio de suas projeções. Aos poucos, vêm se criando no País um ambiente cada vez mais estável e atrativo aos investidores. Com o aprofundamento das reformas estruturais e a percepção pelo mercado dos avanços já obtidos o caminho para o crescimento sustentado se torna inexorável.

---

---

**Coordenação-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública**

**Relacionamento Institucional**

**Equipe técnica:**

Gerente: Lena Oliveira de Carvalho  
Andrey Goldner Baptista Silva  
André Proite  
Jeferson Luis Bittencourt  
Karla de Lima Rocha

e-mail: [stndivida@fazenda.gov.br](mailto:stndivida@fazenda.gov.br)

fax: ++ 55 61 412-1565

---

<sup>7</sup> Exemplos disso foram: o relatório do banco Credit Suisse First Boston (CSFB), publicado dia 20 de agosto de 2004, que recomendou a elevação da participação dos títulos brasileiros na carteira de mercados emergentes –*Emerging Markets Sovereign Strategy Daily*; relatório divulgado na mesma data pelo banco JP Morgan *Brazil - It's becoming harder to justify holding off on upgrad* e outros relatórios, como o *Global Emerging Market Strategy* do Citigroup e o *EMD Focus* do Morgan Stanley, do dia 26 de agosto, elevando a classificação dos títulos brasileiros em suas carteiras.