Passivo externo líquido *versus* dívida externa líquida

Rubens Penha Cysne
Professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da FGV

Recentemente, anunciou-se que o Brasil passou de devedor a credor internacional. Isto significa que sua dívida externa líquida (DEL), da forma como calculada pelo Banco Central, passou de positiva a negativa.[1] Por outro lado, o passivo externo líquido (PEL) brasileiro medido a partir dos dados da posição internacional de investimentos (PII), também calculado e reportado pelo Banco Central, tem subido continuamente, tendo passado de US$ 230 bilhões, em 2002, a US$ 543 bilhões ao final de 2007. Qual a estatística que melhor retrata a situação externa da economia brasileira, trata-se de uma das questões na qual se detém o presente artigo.

Antes de abordar a parte conceitual, vale à pena observar mais detalhadamente a evolução de cada série. O gráfico mostra a evolução, entre 1990 e o primeiro trimestre de 2008, da DEL (linha cheia, decrescente) do PEL2 (passivo externo líquido calculado a partir dos dados da PII) e do PEL1 (passivo externo líquido calculado como igual ao déficit acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos [DCCA] desde 1947). Por definição, o PEL2 é igual ao simétrico aditivo da posição internacional de investimentos líquida (PIIL). Ou seja, a igualdade PEL2 = - PIIL traduz o fato de que o PEL2 se calcula deduzindo-se o total dos ativos financeiros externos dos passivos financeiros externos, ambos como disponibilizados na posição internacional de investimentos (PII).

O ponto que mais chama a atenção, no gráfico, é a crescente dissensão, a partir de 2002, entre o PEL2 (linha tracejada crescente) e a DEL (linha cheia, decrescente). Há também uma diferença crescente, como mostra o gráfico, entre os dois conceitos de passivo externo líquido, o PEL2 e o PEL1 (gráfico de barras).

Uma descrição detalhada de cada um destes conceitos, sob a ótica macroeconômica, pode ser encontrada na terceira edição de *Macroeconomia* (Simonsen e Cysne, 2008), recentemente lançada pela Editora Atlas. Do ponto de vista metodológico, a PII e a PIIL foram estatísticas introduzidas, e que se pormenorizam, na quinta edição do *Manual de Balanço de Pagamentos* (MBP5), do Fundo Monetário Internacional (1993), a mais recente desta publicação. Por outro lado, a DEL tem como base metodológica a publicação FMI (2003) explicitada nas referências bibliográficas ao final deste artigo. No Brasil, o Banco Central do Brasil calcula a DEL e o PEL2 de acordo, em suas linhas gerais, com os procedimentos sugeridos por estes manuais internacionais. O PEL1 é explicado e calculado em Simonsen e Cysne (2008) em Cysne e Grahl (2007).

Balanço — Iniciemos a análise conceitual de cada agregado até aqui mencionado pelo PEL2. O MBP5 retirou do contexto do balanço de pagamentos os lançamentos relativos às reavaliações de ativos, monetização de ouro e alocação de direitos especiais de saque (DES). Com isto, o balanço de pagamentos passou a retratar unicamente as transações efetivas entre residentes e não-residentes de uma economia num determinado período contábil. A contrapartida se deu através da criação de um balanço paralelo de estoques, ao qual se deu o nome em inglês de "international investment position" (no Brasil, posição internacional de investimentos). O objetivo deste balanço de estoques é apresentar, a cada ponto no tempo, o total de ativos e passivos financeiros externos de uma economia.

No Brasil, o PEL2 é calculado pelo Banco Central somando-se os saldos líquidos dos investimentos estrangeiros diretos; dos investimentos em ações; dos títulos de renda fixa; dos derivativos e da rubrica "outros investimentos" (incluem créditos comerciais, empréstimos, moeda e depósitos e outros passivos líquidos de menor importância). Deste total, subtraem-se os ativos de reservas para se chegar ao valor final do PEL2.

Passemos agora ao PEL1. Em contraste com o valor do PEL2 de US$ 543 bilhões, em setembro de 2007, nesta mesma época o PEL1 alcançou o valor aproximado de US$ 220 bilhões. O PEL2 tende a diferir do passivo externo 1 por captar valorizações/desvalorizações de ativos e passivos, monetizações/desmonetizações de ouro e alocações/cancelamentos de DES. Destes três itens, o mais importante tende a ser o de valorização/desvalorizações, que inclui as reavaliações devidas às modificações de paridade entre a moeda na qual se expressa o balanço e a moeda subjacente na qual se denominam as respectivas aplicações financeiras, reservas internacionais incluídas.

Na ausência de valorizações/desvalorizações de ativos e passivos, monetizações/desmonetizações de ouro e alocações/cancelamentos de DES, os dois conceitos (PEL1 e PEL2) tendem a levar a números coincidentes (uma possível exceção podendo se explicar pela rubrica de erros e omissões do Balanço de Pagamentos). Isto porque o déficit na conta corrente do balanço de pagamentos é o simétrico aditivo da sua conta de capital (incluindo não apenas os capitais autônomos ou voluntários, mas também as reservas internacionais, os empréstimos de regularização e os atrasados). A conta de capital, por sua vez,

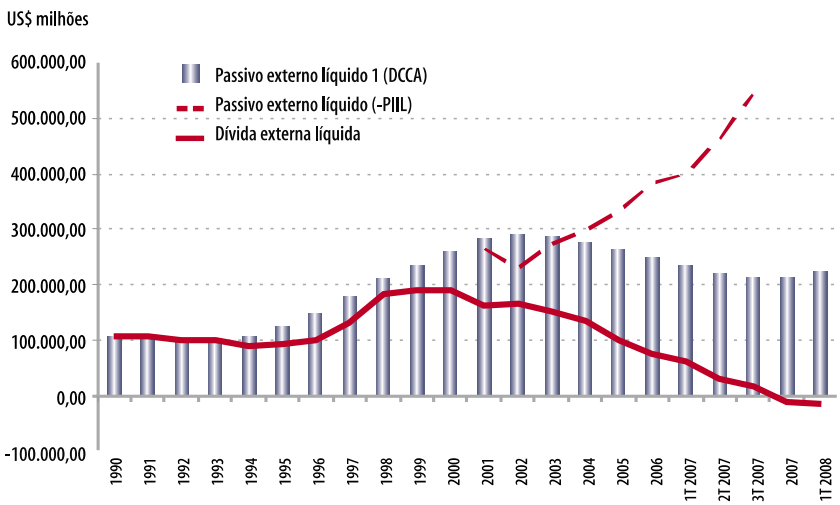
O objetivo do balanço de estoques é apresentar o total de ativos e passivos financeiros externos de uma economia

por definição, lança os aumentos de ativos externos a débito e os aumentos de passivos externos a crédito. Logo, seu somatório acumulado retrata a parcela do PEL de uma economia que se explica unicamente em função do histórico de transações entre residentes e não-residentes. Por este motivo não inclui os três itens de reavaliação de passivos e ativos mencionados ao início deste parágrafo.

Valorização — Boa parte da grande dissensão que se observa no gráfico entre o PEL2 e o PEL1 se pode explicar em função da valorização das bolsas e da valorização nominal do real frente ao dólar (a moeda norte-americana atingiu o preço de R$ 3,90, em outubro de 2002, e R$ 1,91, em junho de 2007). Estes dois fatos fazem, por exemplo, com que o item da conta de passivo da PII "investimentos em ações" (que apresentou saldo superior de US$ 320 bilhões, em setembro de 2007) tenha tido seu valor em dólares bastante majorado nos últimos anos (tal item se avalia mensalmente pelo valor de mercado). Outros passivos da PII denominados em reais (por exemplo, aplicações de não-residentes em fundos de renda fixa) também tiveram seus valores em dólares majorados em função da valorização da moeda brasileira.

Tais fatos explicam o alargamento da diferença entre o PEL2 e o PEL1, tendo em vista que são captados pelo PEL2, mas, por definição, não são captados pelo PEL1. Uma crise que fizesse o valor das ações cair e o valor do dólar em reais aumentar, por exemplo, tenderia a aproximar novamente o PEL2 do PEL1. Decompor tal diferença item a item, motivo a motivo (dentre aqueles três destacados no parágrafo

Indicadores de endividamento



A experiência internacional diz que passivos denominados em moeda doméstica são mais confortáveis durante crises externas

anterior) e período a período, trata-se este de interessante trabalho de pesquisa que se sugere aqui.

Por último, a diferença entre o PEL2 e a DEL se explica porque o conceito de dívida externa bruta incorpora apenas três dos itens que compõem o conceito de passivo externo bruto: os títulos de renda fixa emitidos no exterior, os créditos comerciais e os empréstimos obtidos no exterior. Ficam de fora do conceito de dívida bruta, mas não do conceito de passivo externo bruto, os itens representativos de investimentos estrangeiros diretos, de investimentos em ações, de investimentos de renda fixa denominados em reais, de derivativos e de "moedas e depósitos".

Avaliação — Voltando à questão colocada no início deste artigo, sobre qual destas três estatísticas melhor reflete as contas externas do país, trata-se evidentemente de questão em aberto. A resposta precisa depende dos objetivos daquele que indaga e, em grande medida, do seu horizonte temporal. Além da questão de quais ativos incluir ou excluir, que abordamos neste artigo, cabe lembrar que qualquer análise econômica de endividamento requer a avaliação de várias outras dimensões como, por exemplo, os prazos de maturação; a denominação de cada ativo e/ou passivo (em particular, se em moeda doméstica ou internacional); que tipo de instrumento está sendo utilizado para caracterizar o ativo e/ou o passivo; qual o perfil do pagamento de serviços relativos ao capital; e qual setor da economia está emitindo passivos ou comprando ativos e assim por diante.

Do ponto de vista macroeconômico e do balanço de pagamentos, o conceito de passivo externo é importante porque é aquele que se associará, em datas futuras, não apenas ao total de remuneração ao capital de empréstimos (como faz o conceito de dívida), mas também ao total de remuneração ao capital de risco.

Um país que troca dívida externa para com não-residentes por investimentos de não-residentes em ações negociadas em bolsa terá ao final do período uma dívida externa reduzida do mesmo valor da operação em questão. Mas o seu passivo externo permanecerá inalterado. Os juros pagos tenderão a cair, mas os dividendos pagos a não-residentes tenderão a subir. Isto posto, a concentração apenas no conceito (mais restrito) de dívida pode levar a um otimismo infundado, posto que o total de remessas ao exterior pode não cair da forma como faria supor a queda do total da dívida e a queda do total de juros a serem pagos no futuro.

Diga-se de passagem, a mesma redução de dívida (bruta e líquida) se daria, em total concordância com as normas internacionais colocadas pelo FMI (2003), se títulos da dívida externa fossem trocados por aplicações de não-residentes em um fundo de investimentos (denominado em reais) lastreado em títulos de renda fixa. Novamente aqui, entretanto, em consonância com o que se esperaria de um bom indicador macroeconômico, o PEL (seja o PEL2 ou o PEL1) não se alteraria.

As duas operações descritas nos dois últimos parágrafos mostram que o conceito de DEL é um pouco frágil, posto que operações puramente de troca (em um dado ponto do tempo) de um título de certa modalidade por outro de outra modalidade podem instantaneamente reduzi-la (a DEL) ou aumentá-la arbitrariamente. O conceito de passivo externo líquido não apresenta esta desvantagem. Em particular, o PEL1 se eleva se, e somente se, a absorção líquida de bens e serviços de certa economia se mostra, durante o período contábil em questão, superior ao Produto Nacional Bruto (PNB) medido a preços de mercado. Ou, equivalentemente, se o país absorve poupança externa, investindo mais do que poupa internamente.

O PEL2 já é um pouco mais elástico. Ele aumenta nas mesmas condições do PEL1, mas também quando se vende ouro monetário internamente, quando se cancelam direitos especiais de saque junto ao FMI, ou quando há modificações nos preços de mercado dos ativos e passivos externos de uma certa economia que levem a uma elevação de seu valor na moeda de referência usada para o balanço.

Uma questão importante do ponto de vista macroeconômico diz respeito à denominação de cada item de cada um destes agregados. Enquanto na DEL a quase totalidade dos itens se denominam em moedas internacionais (dólares e euros, em particular), parte substancial do PEL se denomina em reais. Como se sabe da experiência internacional, passivos denominados em moeda doméstica são bem mais confortáveis em momentos de crises externas, tendo em vista que seu valor de mercado em moeda estrangeira costuma reduzir-se automaticamente em tais situações. Este é um ponto a favor da utilização pelo analista econômico não apenas do PEL1 ou do PEL2, mas também da DEL.

[1] O valor da DEL ao final de abril de 2008 (estimativa oficial do Banco Central, em 27/05) foi negativo em algo da ordem de US$ 18,4 bilhões. Tal número se obteve deduzindo-se da dívida externa bruta (DEB), US$ 200,1 bilhões, o total de reservas internacionais (US$ 195,7 bilhões), os créditos brasileiros no exterior (US$ 2,7 bilhões) e os haveres de bancos comerciais (US$ 20,1 bilhões).

*Agradeço a Alexandre C. Pedrosa uma conversa sobre o tema. Guilherme Babo Torres proveu assistência com os dados. A isenção usual se aplica.

Referências Bibliográficas

Cysne, Rubens Penha; Paulo Grahl. "Brasil 2007: Uma Análise das Contas Externas." Rio de Janeiro: Editora FGV, 2007. v. 1. 104 p.; International Monetary Fund (FMI), 2003. "External Debt Statistics: Guide For Compilers and Users." Washington DC. USA.; International Monetary Fund (FMI), 1993. "Balance of Payments Manual." Washington DC. USA.; e Simonsen, Mario H. e Cysne, Rubens P. (2008). "Macroecnomia", Terceira Edição. Editora Atlas, São Paulo.