

Política Econômica

e m f o c o

Suplemento 5 do Boletim semestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica – n. 4 – maio/out. 2004.
18 de março de 2005.

INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

Diretor

Prof. Dr. Marcio Percival Alves Pinto

Diretor Associado

Prof. Dr. Jorge Ruben Biton Tapia

Diretor Executivo do CECON

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

Diretora Adjunta do CECON

Prof. Dra. Daniela Magalhães Prates

ÁREAS DE CONCENTRAÇÃO

Política Econômica

Prof. Dr. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

Economia Internacional

Prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva

André Martins Biancarelli (Doutorando do IE)

Balanco de Pagamentos

Prof. Dra. Daniela Magalhães Prates

Moeda e Finanças Privadas

Prof. Dra. Maryse Farhi

Finanças Públicas

Prof. Dr. Francisco Luiz C. Lopreato

Produção, Emprego e Renda

Cláudio Roberto Amitrano (Doutorando do IE)

Métodos Quantitativos

Dr. Emerson Fernandes Marçal

Gerência de Informações

Eliana Ribeiro da Silva

Bolsistas de Iniciação Científica

Ana Carolina de Carvalho Silva

Augusta Rodrigues de Oliveira

Bruno Martarello de Conti

Camila Cristina Belotti

Eduardo Roberto Zana

Flávia Akemi Koyama

Flávio Arantes dos Santos

Guilherme Alexandre de Thomaz

Isis de Cássia V. de Oliveira

João Henrique de Melo

Rafael Fagundes Cagnin

Raphaela Sayuri Yamamoto

Silas Thomaz da Silva

Secretaria do CECON

Mário Aparecido de Gobbi

Projeto visual/Normalização/

Editoração eletrônica

Célia Maria Passarelli

RENOVAR OU NÃO O ACORDO COM O FMI: OUSADIA *VERSUS* PRUDÊNCIA¹

Daniela Magalhães Prates

Nesse mês de março, o governo brasileiro decidirá pela renovação (ou não) do acordo com o FMI, vigente desde novembro de 1998 e que se encontra na sua nona revisão. Pretende-se, nesse suplemento, avaliar a situação das contas externas brasileiras no momento atual e, assim, a necessidade (ou não) dessa renovação, em termos dos riscos de eclosão de uma nova crise cambial.

A análise privilegiará as condições de liquidez externa do País. Como esclarecem Medeiros e Serrano (2001)², na análise da situação de vulnerabilidade externa de uma economia, é fundamental distinguir solvência e liquidez. Uma trajetória insustentável de acumulação de passivos externos – ou seja, de solvência – não culmina necessariamente numa crise cambial. Esta modalidade de crise eclode quando o país se depara com uma situação de iliquidez externa, que ocorre se: (i) os credores externos resolvem interromper subitamente a rolagem dos empréstimos externos e/ou resgatar suas aplicações no país em questão e; (ii) a saída bruta de capitais decorrente é superior às reservas cambiais e às divisas que o país pode obter no curto prazo. Ou seja, a situação de liquidez externa depende dos compromissos externos de curto-prazo de um país vis-à-vis sua capacidade de pagamento também no curto prazo. Uma parcela desses compromissos, por sua vez, é afetada pelo desempenho do balanço de pagamentos no ano precedente. Assim, antes de “colocar uma lupa” na situação atual de liquidez externa, é importante retomar algumas características desse desempenho em 2004.

¹ Este suplemento contou com a colaboração do bolsista PIBIC-CNPQ João Henrique de Melo.

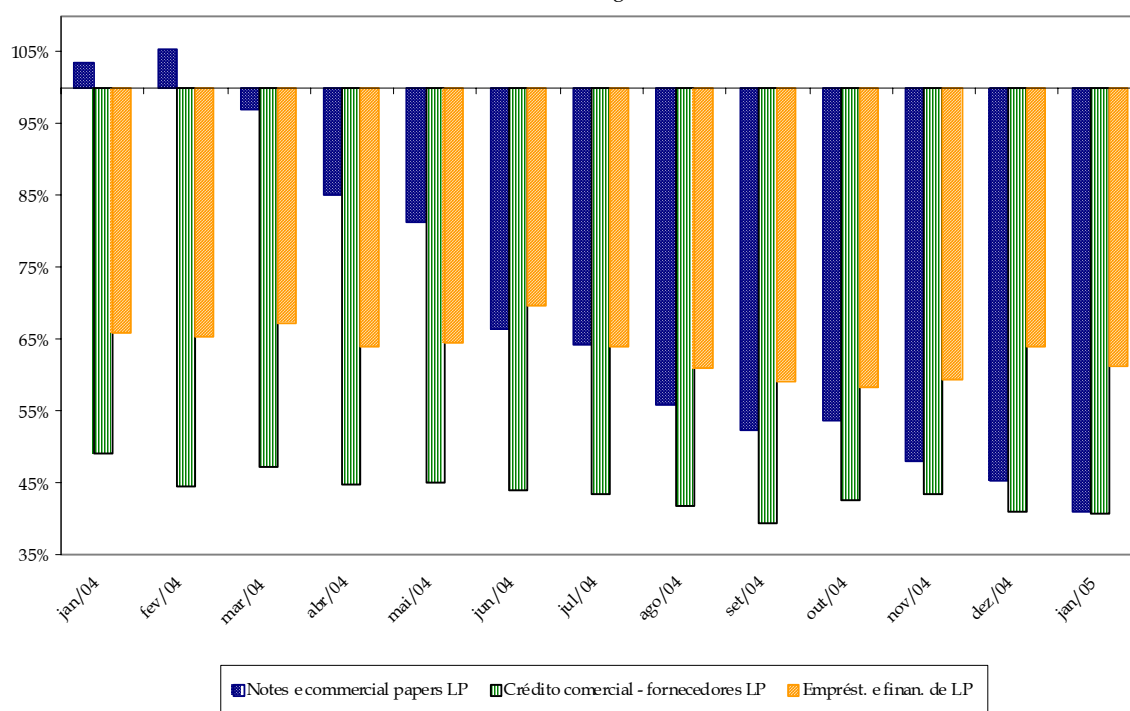
² Ver Medeiros e Serrano (2001). Inserção externa e desenvolvimento. In: Fiori, José Luis (Org.). *Polarização mundial e crescimento*. Petrópolis: Editora Vozes.

1 O balanço de pagamentos em 2004

O balanço de pagamentos brasileiro em 2004 caracterizou-se por uma assimetria entre o desempenho das suas duas principais sub-contas. Enquanto as transações correntes acumularam um superávit recorde – de US\$ 11,6 bilhões –, graças ao desempenho excepcional da balança comercial, a sub-conta financeira fechou o ano com um déficit de US\$ 8 bilhões, dos quais cerca de US\$ 3,6

commercial paper), redução que atingiu, igualmente, outras modalidades (não-securitizadas) de dívida externa, como crédito comercial e empréstimos e financiamentos de longo prazo (ver Gráfico 1). Esse processo de desendividamento externo, por sua vez, não pressionou a cotação de taxa de câmbio, já que se ancorou, em grande parte, no excesso de divisas proporcionado pelo superávit comercial.³

Gráfico 1
Taxa de rolagem



Fonte: Banco Central do Brasil.

bilhões derivou do resultado líquido negativo dos fluxos de financiamento voluntário.

Este resultado negativo foi reflexo, essencialmente, das taxas de rolagem inferiores à dívida vencida no período, apesar do contexto de excesso de liquidez internacional que predominou no período. Isto quer dizer que em 2004, empresas e instituições financeiras residentes optaram por reduzir seu endividamento externo securitizado (mediante resgate de *notes* e

A queda da dívida externa privada foi acompanhada pela redução, em menor intensidade, da dívida externa pública em 2004, o que resultou em diminuição da dívida externa total, de US\$ 194 bilhões em

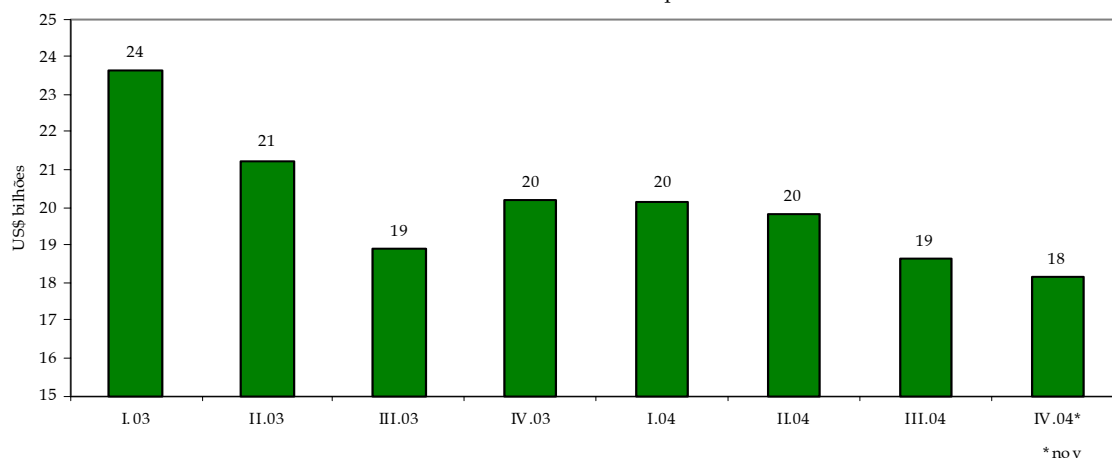
³ O condicionante mais geral da menor demanda por endividamento externo parece ter sido o ambiente de maior risco cambial e o custo de hedge potencialmente mais alto associados ao regime de câmbio flutuante. Como no período 1999-2002 predominou uma situação da escassez de oferta de financiamento externo voluntário, a influência dessa demanda não havia transparecido.

dezembro de 2003 para US\$ 183 bilhões em novembro de 2004. Essa diminuição, por sua vez, além de melhorar a situação de solvência externa do País (avaliada, por exemplo, pelo indicador Dívida Externa/exportações), contribuiu positivamente para a condição de liquidez externa em 2005, ao implicar tanto redução da dívida de curto prazo (ver Gráfico 2) quanto um menor volume de amortizações da dívida de médio e longo prazo vis-à-vis os anos precedentes (ver Gráfico 3).

2 A situação de liquidez externa

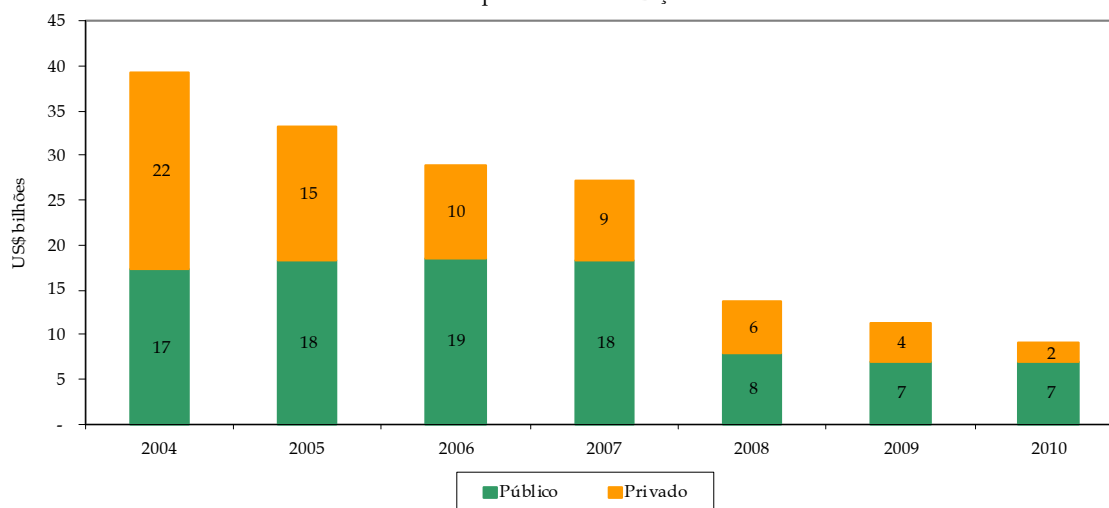
Na análise da situação de liquidez externa do país, a questão central é se o país teria divisas para fazer frente aos seus compromissos externos no curto prazo. Na seção precedente, destacou-se que a retração da demanda por financiamento externo pelos residentes num contexto de geração de superávits em transações correntes resultou na queda tanto da dívida de curto prazo quanto das amortizações da dívida de médio e longo prazo e, assim, na redução desses

Gráfico 2
Dívida externa de curto prazo



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Gráfico 3
Esquema de amortização



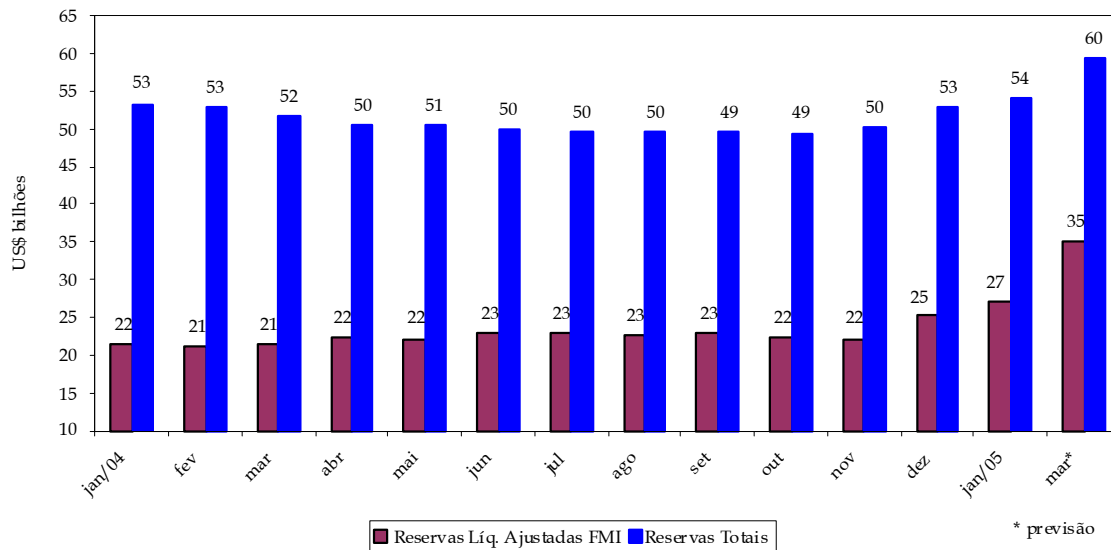
Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

compromissos a partir do segundo semestre de 2004. Simultaneamente, no final daquele ano, a autoridade monetária decidiu voltar a intervir no mercado de câmbio – com o objetivo declarado de acumular reservas -, o que implicou, por sua vez, aumento do estoque de divisas do Banco Central e, assim, da capacidade de pagamento do país. A intensidade das intervenções nesse mercado transparece no Gráfico 4: de dezembro ao início de março foram acumulados cerca de US\$ 10 bilhões, enquanto que entre janeiro e

equivalem à soma do saldo em transações correntes, com o principal vencível da dívida externa de médio e longo prazo nos próximos 12 meses e o estoque da dívida de curto prazo – e no denominador o estoque de reservas internacionais próprias do país (que equivale às reservas líquidas ajustadas definidas no acordo com o FMI).

Destaca-se, além da sua queda contínua a partir de meados de 2004 – associada essencialmente à redução das

Gráfico 4
Reservas internacionais

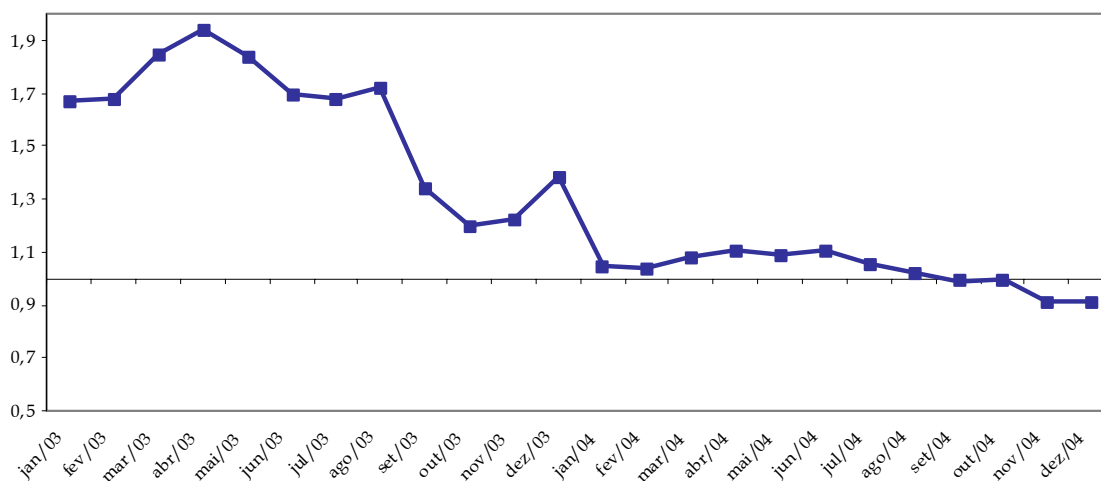


novembro de 2004 as reservas líquidas permaneceram no mesmo patamar, de US\$ 22 bilhões.

Esses dois movimentos - redução dos compromissos externos e aumento das reservas internacionais – provocaram uma melhora significativa da situação de liquidez externa, a qual fica evidente na evolução do indicador utilizado pela agência de classificação de risco de crédito *Standard & Poors* (ver Gráfico 5). Este indicador considera no numerador as necessidades brutas de financiamento externo (NBFEE) – que

NBFEE, dada a estabilização do estoque de reservas próprias -, o fato deste indicador se situar num patamar inferior a 1 após novembro. Ou seja, a partir deste mês o estoque de reservas em moeda estrangeira do País somado às divisas geradas pelo saldo em transações correntes foi mais do que suficiente para honrar os compromissos de curto prazo. Vale mencionar que, por este critério, o Brasil já poderia ser classificado como “grau de investimento” por esta agência de *rating*, pois uma das pré-condições para essa classificação é ter um indicador de liquidez inferior à unidade.

Gráfico 5
Indicador Standards & Poors



Fonte: Banco Central do Brasil; elaboração própria.

Partindo dos parâmetros considerados pela S & P, é possível fazer um exercício prospectivo sobre a situação de liquidez externa em 2005, considerando duas hipóteses: (i) não renovação do acordo com o FMI; (ii) renovação do acordo. Esse exercício está resumido na tabela 1. A única diferença em relação àqueles parâmetros foi a inclusão, no fluxo estimado de divisas e, assim, na capacidade de pagamento do país no curto prazo, do ingresso estimado de investimento externo direto – seguindo a metodologia utilizada pelo Bacen no cálculo da necessidade de financiamento externo do País.

Enquanto os compromissos externos de curto prazo são constantes, a capacidade de pagamento do País altera-se dependendo da hipótese utilizada. Na hipótese 1, de não-renovação do acordo, os recursos do FMI (as chamadas reservas emprestadas) se converteriam em reservas próprias e, assim, seriam incorporados às reservas líquidas, resultando num estoque de reservas, passíveis de serem utilizadas numa situação de iliquidez externa, de US\$ 62,4 bilhões. Somando a esse estoque o fluxo estimado de

divisas, o país teria uma capacidade de pagamento externa de curto prazo de US\$ 81,3 bilhões, a qual seria mais do que suficiente para honrar os compromissos de curto prazo. Nessa hipótese, após o pagamento da dívida de curto prazo e do estoque de amortizações de médio e longo prazo em 2005, o país teria ainda um excedente em divisas de US\$ 30,2 bilhões. Mesmo que anuviássemos um pouco o cenário, supondo um saldo zero em transações correntes (associado seja à deterioração efetiva do superávit comercial provocada pela forte apreciação do Real desde setembro de 2004, seja à eventual postergação do ingresso de divisas pelos exportadores permitida pela flexibilização recente da cobertura cambial⁴) e uma redução do ingresso de IED para US\$ 10 bilhões, teríamos um superávit em torno de US\$ 21 bilhões.

⁴ Uma das importantes mudanças na legislação do mercado de câmbio decididas pelo CMN no dia 4 de março foi a ampliação do prazo permitido para a internalização das divisas pelos exportadores, fixado agora em 210 dias ou 7 meses. Para uma avaliação crítica desta medida, ver Sicsú, J. *Mais um passo liberalizante*: comentários sobre as novas regras cambiais (Trabalho não-publicado). Rio de Janeiro: UFRJ. Instituto de Economia, mar. 2005.

Tabela 1
Situação da liquidez externa (US\$ bilhões)

	Valor
a. Dívida de curto-prazo (valor de nov/05)	18,1
b. Amortizações dív. médio e longo prazo em 2005	33,0
b1. Setor público	18,2
b1.1.FMI	7,1
b2. Setor privado	14,8
c. Compromissos curto prazo (a+b)	51,1
d. Fluxos de IDE - estimativa Bacen	14,0
e. Saldo TC - estimativa Bacen	4,9
f. Fluxos de divisas estimado (d+e)	18,9
g. Reservas líquidas ajustadas (estimativa p/março) ⁽¹⁾	37,9
h. Reservas líq. ajustadas - Acordo c/ FMI (estimativa p/março) ⁽²⁾	35,0
i. Recursos FMI	24,5
j. Piso definido no Acordo do FMI	5,0
l. Reservas totais sem renovação (g+i)	62,4
m. Reservas totais c/ renovação (h-j)	30,0
Hipótese 1. Sem renovação do acordo	
n. Capacidade de pagamento no curto prazo (f+j)	81,3
o. Superávit/Déficit de recursos (l-c)	30,2
Hipótese 2. Com renovação do acordo	
p. Capacidade de pagamento no curto prazo - Setor púb. (i)	24,5
q. Capacidade de pagamento no curto prazo - Setor priv. (f+g-j)	48,9
r. Superávit/Déficit de recursos Setor púb (n-b1)	6,3
s. Superávit/Déficit de recursos Setor privado [(q-(a+b2))]	16,0

Fonte: Banco Central do Brasil; elaboração própria.

Notas:

(1) Reservas líquidas segundo os cálculos do Bacen, que considera as paridades do mês anterior para mensurar os ativos denominados em outras moedas que não o dólar.

(2) Reservas líquidas de acordo com os parâmetros de cálculo definidos pelo acordo com o FMI; estas se diferenciam das reservas líquidas calculadas pelo Bacen devido às paridades cambiais utilizadas para mensurar os ativos não-denominados em dólar e à não-consideração de uma parcela dos depósitos em bancos domiciliados no exterior e dos títulos externos de emissão de residentes.

Na hipótese 2, de renovação do acordo, é necessário desagregar os compromissos e a capacidade de pagamento dos setores público e privado, pois as reservas emprestadas somente podem ser utilizadas, em caso de *stress* no mercado de câmbio, para quitar compromissos externos do setor público. Assim, mesmo que nessa hipótese as amortizações da dívida com o FMI - US\$ 7,1 bilhões em 2005 - fossem reescaladas (como ocorreu na última renovação do acordo), o alívio em termos de liquidez

externa se concentraria no setor público. Ademais, como o acordo estabelece um piso de US\$ 5 bilhões para as reservas líquidas e utiliza parâmetros de cálculo que subestimam essas reservas em cerca de US\$ 3 bilhões, a capacidade de pagamento do setor privado diminuiria nessa mesma proporção (US\$ 8 bilhões). Ou seja, nessa hipótese, também haveria superávit de recursos, mas este seria menor e estaria distribuído entre os setores público e privado - o que significaria um menor grau de liberdade na sua utilização.

Conclui-se, deste exercício, que o Brasil não precisaria renovar o acordo com o FMI. Mais do que isso, supondo esses parâmetros, a

renovação não seria recomendável, pois implicaria, além da manutenção do “guardachuva” FMI e, com isso, de uma menor autonomia na política econômica (metas de política fiscal, restrições aos investimentos públicos em infra-estrutura, etc), custos adicionais ao país - além dos juros incidentes sobre os recursos sacados, o FMI cobra uma comissão de 0,25% sobre os não-sacados. No caso de não-renovação, o país teria divisas mais do que suficientes para fazer frente aos seus compromissos de curto prazo.

Contudo, este exercício desconsidera a possibilidade de resgate das aplicações de não-residentes em ativos emitidos por residentes, que se referem aos investimentos de portfólio no país e em *American Depositary Receipts* – ADRs. Assim, a demanda potencial de divisas pelos não-residentes consiste, na realidade, na soma dos compromissos de curto prazo estimados na Tabela 1 com o estoque dos investimentos de portfólio - que totalizava US\$ 46,6 bilhões em junho, último dado disponibilizado pelo Bacen. Os superávits/déficits de recursos que ocorreriam se esta demanda se manifestasse, supondo as duas hipóteses (renovação e não-renovação do acordo), estão simulados na Tabela 2.

Tabela 2
Demanda potencial por divisas pelos não-residentes

a. Investimento de portfólio no país (valor de jun/05)	16,2
b. Investimento em ADR (valor de jun/05)	30,4
c. Demanda potencial S. Priv. = compromissos curto prazo +a+b	79,6
d. Demanda potencial S. Pub. = amortiz.	18,2
e. Superávit/Déficit de recursos - Sem renovação	-16,5
f. Superávit/Déficit de recursos S. priv. - Com renovação	-30,7
g. Superávit/Déficit de recursos S. púb. - Com renovação	6,3

Fonte: Banco Central do Brasil; elaboração própria.

Neste segundo exercício, duas ressalvas são necessárias. Por um lado, na prática esse déficit seria menor, pois, mesmo supondo que o estoque de investimentos estrangeiros de portfólio supere, hoje, o valor de junho - já que houve um aumento dos ingressos a partir de então - a parcela desse estoque aplicada em ações e em ADRs se depreciaria numa situação de venda em massa; e, essa venda, apesar de possível, é menos provável no caso das aplicações em ADRs -transacionados em bolsas de valores estrangeiras -, que superam de longe os investimentos na Bovespa. Por outro lado, existiria uma pressão adicional por divisas

pelos não-residentes associada à realização de lucros nas elevadas posições em aberto em derivativos de câmbio, como bem ressaltou Farhi (2005).⁵

Feitas essas ressalvas, nessa situação quase limite (quase, pois ainda não consideramos a possibilidade de fuga de capitais pelos residentes) a não-renovação do acordo também seria mais recomendável, pois como a demanda adicional de divisas proveria do setor privado, o déficit de recursos seria muito menor do que na hipótese de renovação - vale lembrar que o acordo do FMI admite a utilização das reservas emprestadas somente para quitação de compromissos do setor público.

Finalmente, é preciso considerar a possibilidade de fuga de capitais pelos próprios residentes. Numa economia periférica como a brasileira, sem moeda conversível e com um elevado estoque de

dívida mobiliária interna de curto prazo - que somava R\$ 363 bilhões em fevereiro de 2005, equivalentes a US\$ 132 bilhões supondo a taxa de câmbio de 1 US\$ = R\$ 2,75 - o risco desta fuga sempre esteve presente e se manifestou em várias circunstâncias na década de 90. Hoje, se por um lado, o cenário externo favorável contribui para atenuar esse risco, as mudanças na regulamentação do mercado de câmbio aprovadas pelo CMN no dia 4 de março facilitaram a conversão deste estoque em moeda estrangeira. Ao autorizar

⁵ Ver, Farhi, M. Os vínculos entre a taxa de juros, o risco País e a taxa de câmbio do real. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 4, 11 mar. 2005. (Suplemento, n. 4).

a remessa de divisas ao exterior diretamente por pessoas físicas e jurídicas, além de reduzir os custos desta operação, ampliou-se o espectro de agentes que podem concretizar sua preferência por liquidez em moeda estrangeira⁶. No entanto, nesta situação limite, renovar ou não o acordo com o FMI - que significaria um aporte adicional de recursos equivalentes à parcela não sacada de US\$ 15,6 bilhões - seria praticamente indiferente em termos de capacidade de pagamento, dada a pressão potencial por moeda estrangeira pelos residentes, superior a US\$ 100 bilhões.

Na realidade, tanto na situação quase limite (resgate das aplicações de portfólio dos não-residentes) quanto na situação limite (adicionalmente, fuga de capitais pelos residentes), a opção pela renovação do acordo com o FMI derivaria da hipótese de que esta resultaria em maior credibilidade na política econômica do país e, assim, em menor fuga de capitais. Todavia, a crise cambial brasileira de 1998/99 e a crise da Argentina em 2001 ilustram que esse tipo de acordo não afasta a possibilidade de uma fuga de capitais pelos não-residentes e residentes.

Mesmo que o Brasil possa ser considerado o país emergente que mais depende da manutenção da atual conjuntura internacional para a sustentação da atual performance macroeconômica (como

mostrou Biancareli, 2005)⁷ e que os riscos de reversão desta conjuntura tenham aparentemente se intensificado nas últimas semanas - com a alta das taxas de juros de longo prazo dos Estados Unidos e o novo repique nos preços do petróleo e das commodities metálicas - a possibilidade de ocorrência das situações quase-limite e limite mencionadas acima parece remota no curto prazo. Isto porque dependeria de um contexto também limite de reversão abrupta da liquidez para os mercados emergentes e/ou forte deterioração da confiança dos residentes na condução da política econômica. Sendo assim, o governo brasileiro poderia ousar e não renovar o acordo com o FMI. A alternativa seria continuar optando pela prudência e pela menor liberdade na gestão da política econômica.

⁶ Na legislação anterior, quando ainda vigiam dois mercados de câmbio, as transferências internacionais de Reais pelas contas de instituições financeiras, no âmbito da CC5, acabavam sendo viáveis somente para aqueles que detinham um volume elevado de recursos, em função seja de limites mínimos estabelecidos pelos bancos, seja das elevadas comissões que estes cobravam para realizar a operação.

⁷ Ver Biancareli, A. As economias emergentes: no balanço das ondas. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 4, 22 fev. 2005. (Suplemento, n. 2).