

# **A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimento e do fluxo de rendas: análise da economia brasileira no período 2011-2020**

**Autores:** Paulo Van Noije (FCA-UNICAMP), Miguel Henriques de Carvalho (DeCE-ICSA-UFRRJ), Ezequiel Greco Laplane (Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI)

## **Introdução**

Ao se analisar a história da economia brasileira, além das necessidades de obtenção de divisas para financiar as importações necessárias ao funcionamento do aparelho produtivo do país, observa-se uma pressão de demanda por moeda internacional por causa das rendas líquidas enviadas ao exterior, decorrentes dos passivos externos. Cabe dizer que esta é uma característica estrutural da inserção externa do país. Portanto, um dos eixos principais da sua vulnerabilidade externa é a permanente necessidade de geração de divisas para poder realizar o pagamento dessas rendas, necessidades exacerbadas nos momentos de crise, quando os detentores dos passivos externos do país decidem retirar o seu capital do país. A vulnerabilidade externa, na esfera financeira, se soma a vulnerabilidade decorrente do padrão de inserção externa dos países periféricos primários-exportadores, cujas exportações dispõem de uma menor elasticidade renda da demanda em relação aos países centrais, exportadores de produtos de maior intensidade tecnológica, o que tende a levar a crônicos desequilíbrios comerciais nos países periféricos como previsto na abordagem “centro-periferia” pioneiramente apresentada por Prebisch (2011[1949]).

Os anos 2011-2020 demarcam um período ainda influenciado pela grande crise de 2008, e caracterizado pela crise da Zona do Euro e por uma certa escassez de liquidez orientada aos países periféricos, aspecto que se torna ainda mais agudo em 2020, na crise da Covid-19. No âmbito interno, a década foi marcada pelo baixo dinamismo econômico, sobretudo na segunda metade do período, ocorrendo algo peculiar na história da economia brasileira: a crise econômica não foi gerada pelo setor externo, mas por fatores internos, uma vez que os indicadores de vulnerabilidade externa se mantiveram em níveis relativamente seguros (CARVALHO; CARNEIRO, 2022).

O presente trabalho destina-se a analisar um dos elos principais dessa interação entre os fluxos de rendas externas, captadas na contabilidade do balanço de pagamentos, e os estoques de ativos e passivos externos brasileiros, com foco na sua circularidade, isto é, na evolução da Posição Internacional de Investimentos (PII) negativa. Com passivos externos maiores do que os ativos externos, gera-se uma saída líquida de rendas e essa, não tendo uma equivalência nos saldos positivos da balança comercial e de serviços, acaba caracterizando a dependência do país em relação aos financiamentos externos, assinalando-se, em última instância, uma fonte adicional de vulnerabilidade externa.

Além disso, procura-se analisar como a economia reagiu em momentos de crises internacionais, isto é, qual a capacidade de resposta diante das situações adversas, sobretudo diante de uma nova configuração do passivo externo que é observada desde a década 2001-2010, em que o passivo externo é majoritariamente denominado em moeda doméstica, sofrendo redução de valor justamente nos momentos de crise.

Além dessa introdução, o trabalho conta com 3 seções. A próxima aborda a metodologia do trabalho, com a conceituação da PII e dos determinantes de sua evolução; a segunda seção traz a revisão da literatura e explica a vulnerabilidade externa decorrente da PII e do fluxo de rendas, assim como trata do contexto internacional e das políticas econômicas internas dos anos 2011-2020; a terceira seção apresenta a discussão e resultados, com: a apresentação dos dados da PII para a década em questão; o exame das rendas líquidas enviadas no período de análise; uma estimativa de rentabilidade dos estoques externos e a apresentação de indicadores de endividamento externo; a apresentação de um debate de como a circularidade entre a PII e as rendas líquidas enviadas tem evoluído, e sobre os principais determinantes da dinâmica da PII e como eles influenciaram na vulnerabilidade externa do período. Seguem-se as considerações finais que encerram o artigo.

### **1. Metodologia: estrutura, conceituação e determinantes da evolução da Posição Internacional de Investimentos**

Essa seção mostra a estrutura, conceituação e os determinantes da Posição Internacional de Investimento. De acordo com a metodologia da quinta edição<sup>1</sup> do Manual do Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional a PII é igual à diferença entre os ativos externos brutos de um país e seus passivos externos brutos – no Quadro 1 visualiza-se a estrutura da PII.

**Quadro 1. Brasil Posição Internacional de Investimento (PII)**  
**PII = Ativo Externo Bruto (A) – Passivo Externo Bruto (B)**

<b>(A) Ativo Externo Bruto (A)</b>	<b>(B) Passivo Externo Bruto</b>
Investimento direto no exterior	Investimento direto estrangeiro
Investimento em carteira	Investimento em carteira
Derivativos	Derivativos
Outros Investimentos	Outros Investimentos
Ativos de Reservas	

Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

As mudanças nos valores dos estoques podem ser causadas pelas transações no BP e pelas variações “V” de valor, aspecto que será mostrado pelas seguintes identidades que ligam as diferentes contas da PII em dois pontos distintos no tempo (ARAUJO, 2006):

$$A_i = P_i \times Q_i \quad (1)$$

$$A_N - A_0 = VAA + OMV + GDN \quad (2)$$

onde  $A_0$  e  $A_N$  são os valores do ativo ou passivo na estatística de PII em um momento inicial ( $i = 0$ ) e em outro final ( $i = N$ ),  $P_i$  é o preço do ativo em um momento  $i$ ,  $Q_i$  é a quantidade do ativo em um momento  $i$ ,  $VAA$  é o valor associado às quantidades de ativo adquirido ou cedido nas transações registrado no BP,  $OMV$  é o valor associado a outras mudanças do volume do ativo,  $GDN$  é o valor do ganho de detenção nominal do ativo.

<sup>1</sup> Vale mencionar que os dados até o ano 2015 do Balanço de Pagamentos são disponibilizados pela metodologia dessa quinta edição do manual do FMI, enquanto a metodologia da sexta edição foi utilizada para mostrar os dados do Balanço de Pagamentos a partir de 1995 e da Posição Internacional de Investimentos a partir de 2001.

Por (1), os valores do ativo ou passivo na estatística da PII sofrem alterações decorrentes de mudanças nas quantidades e/ou nos preços.

Por (2), nota-se que a variação de uma conta da PII num intervalo “n” “ $A_N - A_0$ ”, é causada por três variáveis: a) VAA: “[...] representam fluxos financeiros explicitados nas transações da conta financeira do BP [...]” (ARAÚJO, 2006: 272); b) OMV: variações no volume de ativos e passivos, e não captados pelo BP, dentre as quais: alocação e o cancelamento dos direitos especiais de saque do FMI; cancelamento de débitos; monetização e a desmonetização de ouro; lançamentos de contrapartida; reclassificações; e medidas de erro (*op. cit.*: 272-273); c) GDN: são as mudanças de valor da detenção de ativos financeiros e não financeiros decorrentes de variações nos preços, dentre eles, a variação da taxa de câmbio.

De acordo com Cysne (2008), o GDN é a variação (“V”) mais relevante. Além disso, tal qual Araújo (2006), considerar-se-á as OMV com valor zero no restante da pesquisa<sup>2</sup>.

Na próxima seção, apresenta-se um debate sobre a vulnerabilidade externa na parte de revisão de literatura.

## 2. Revisão de Literatura

As duas próximas subseções de revisão de literatura abordam: a) a vulnerabilidade externa decorrente da PII e do fluxo de rendas, utilizando-se como principais referências: Gonçalves (1999); Gonçalves (2005), Noije (2014a), Noije (2014b) e Noije e De Conti (2016); b) a conjuntura internacional e a política econômica interna no período 2011-2020.

### 2.1 A Vulnerabilidade Externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de Rendas

Segundo Reinaldo Gonçalves, a “vulnerabilidade externa é a probabilidade de resistência a pressões, fatores desestabilizadores e choques externos” (GONÇALVES, 1999: 59). De acordo com o autor, existem duas dimensões associadas a esse conceito: (i) relacionada à disponibilidade dos instrumentos que a economia nacional poderia utilizar como resposta ao choque externo; (ii) relacionadas aos custos impostos em virtude do ajuste externo. Pode-se considerar que a vulnerabilidade externa é mais elevada nas situações em que houver poucos instrumentos que se possa utilizar em resposta aos choques ou quanto maiores forem os custos em virtude do ajuste (GONÇALVES, 1999).

Existem diversas esferas em que a vulnerabilidade externa se manifesta, a saber, comercial, produtivo-tecnológica e monetário-financeira (GONÇALVES, 2005). Partindo-se da análise da esfera monetário-financeira, pretende-se neste artigo inferir de que forma a interação entre os estoques externos e as rendas enviadas/recebidas do exterior influenciam a vulnerabilidade externa.

Tal arcabouço foi apresentado em Noije (2014a), que a denominou de a “vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas”. De acordo com o autor, o Brasil, em termos históricos, é estruturalmente deficitário em rendas, sendo que esses recursos enviados

---

<sup>2</sup> Além disso, vale mencionar que Lara (2014) faz uma explicação sobre os determinantes da variação do passivo externo líquido, mostrando que existem fatores de fluxo, determinados por variações nas quantidades, e fatores de estoque, gerados por variações nos preços. Em essência, pode-se considerar que a sua metodologia é a mesma da utilizada no atual artigo.

ao exterior são responsáveis por uma permanente necessidade de geração de divisas, fazendo com que o país fique dependente do financiamento estrangeiro para saldar este déficit.

Dessa maneira, um ponto central para Noije (2014a) é que essa dependência em relação ao financiamento estrangeiro é apontada como uma das causas da vulnerabilidade externa brasileira, principalmente em momentos de reversão do contexto internacional em que uma situação de abundância de liquidez se modifica para uma de escassez de liquidez. Assim, a Posição Internacional de Investimentos negativa causa uma saída de rendas, e esse fluxo está diretamente relacionado com o aumento do passivo externo, caracterizando uma circularidade entre fluxos e estoques.

Com o intuito de desenvolver esse arcabouço, Noije e De Conti (2016) consideram que tal circularidade é responsável por gerar uma vulnerabilidade potencial, que acaba se manifestando quando acontecimentos que ocorrem em outros países terminam por diminuir a capacidade de se exercer políticas de forma autônoma, por conta de afetarem as condições de geração de divisas em relação às necessidades de pagamentos em moeda estrangeira. Os países mais vulneráveis externamente seriam os que são mais afetados pelas mudanças nas condições de liquidez internacional. Em relação à necessidade de divisas, os autores focam na demanda por moeda estrangeira proveniente de dois fatores: dos estoques externos e dos fluxos de rendas gerados por eles.

Para fazer tal discussão sobre a demanda por divisas, Noije e De Conti (2016) denominam dois conceitos: *vulnerabilidade-fluxo* e *vulnerabilidade-estoque*. A *vulnerabilidade-fluxo* seria decorrente da necessidade de moeda estrangeira por conta das remessas de rendas. A *vulnerabilidade-estoque* está atrelada com as necessidades de divisas causadas pelas obrigações de refinar os passivos externos e/ou de amortizar ou liquidar esses estoques quando os seus detentores decidem retirá-los do país. Por esse arcabouço, tanto os fluxos como os estoques externos influenciam na necessidade de geração de divisas, gerando as condições em que a vulnerabilidade externa pode se manifestar. Adiante, serão apresentados esses dois conceitos de forma mais aprofundada.

Sobre a *vulnerabilidade-fluxo*, Noije e De Conti (2016) consideram que ela é causada pela necessidade de se gerar divisas por conta das remessas de rendas, isto é, os passivos externos geram uma obrigação que pode ser sanada tanto pela geração de saldos positivos pelo lado “real” da economia (superávits na balança comercial e de serviços) como por financiamentos estrangeiros. Nessa segunda opção, o país acaba elevando o seu passivo externo, gerando uma situação de retroalimentação entre fluxos e estoques. Além disso, tal opção gera o que os autores consideram uma situação de dependência em relação aos capitais estrangeiros, afinal, caso o país não agrade os interesses dos financiadores estrangeiros – ou adote políticas que não sejam chanceladas por eles – tais agentes simplesmente não fazem o financiamento/empréstimo.

Além disso, de acordo com Noije e De Conti (2016), a análise da *vulnerabilidade-fluxo* deve levar em conta as rentabilidades observadas dos estoques de passivos e ativos externos e não apenas as magnitudes deles, afinal, existe um diferencial de rentabilidade entre os estoques externos dos diversos países – na seção 3.3 serão apresentados alguns indicadores de rentabilidade dos estoques externos, para o período 2011-2020, que confirmam essa hipótese.

De acordo com Noiye e De Conti (2016), essa questão da rentabilidade é importante para a análise da vulnerabilidade externa, pois leva em conta a hierarquia no sistema monetário internacional, em que os países com moeda conversível (ou no núcleo do sistema monetário internacional) conseguem manter uma taxa de juros menor do que os periféricos sem gerar uma fuga de capital.

Já em relação à análise da *vulnerabilidade-estoque*, ela está atrelada com as necessidades de divisas causadas pelas obrigações de refinanciar os passivos externos e/ou de amortizar ou liquidar esses estoques quando os seus detentores decidem retirá-los do país. Nesse sentido, Noiye e De Conti (2016) apontam que a acumulação de um passivo externo líquido elevado tende a diminuir o poder efetivo e a causar uma perda de autonomia na política econômica, uma vez que geram situações em que os governos tenham como principal objetivo agradar os detentores de riqueza, dado que existe a permanente possibilidade de que os detentores dos estoques resolvam retirá-los do país.

De acordo com Noiye e De Conti (2016), a análise da *vulnerabilidade estoque* deve levar em conta que os estoques externos podem sofrer alterações de valor sem ter uma contrapartida nos fluxos do Balanço de Pagamentos – a seção anterior apontou que o efeito GDN é o efeito mais importante para explicar essas variações de valor dos estoques. Tais mudanças ocorrem tanto devido a oscilações nos preços de mercado dos ativos e passivos externos, que causam modificações na PII<sup>3</sup>, quanto porque os ativos e passivos externos são denominados em distintas moedas, portanto, alterações na taxa de câmbio provocam alterações na PII devido ao descasamento de moedas entre os estoques – vale mencionar que Rosa (2014), Lara (2014) e Vergnhanini e Biancarelli (2021) apresentam explicação similar.

Por conta disso, propõem-se a utilização de alguns indicadores – que serão calculados na seção 3.3 para o período 2011-2020 – para analisar a vulnerabilidade externa. Um primeiro indicador buscará fazer a distinção entre a denominação da moeda dos passivos externos entre moeda estrangeira e moeda doméstica, afinal, “[...] 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 [...]” (CYSNE, 2008: 4).

Um outro grupo de indicadores advém dos debates sobre as possibilidades de crescimento. Conforme Medeiros e Serrano (2001), a relação entre passivo externo líquido e exportações, fonte principal de fluxo de divisas via transações correntes em países periféricos como o Brasil, é central para análise da sustentabilidade de uma trajetória de crescimento com déficits em transações correntes. Se a taxa de juros do passivo externo líquido crescer acima das da taxa de crescimento das exportações, a relação entre passivo externo líquido e exportações irá aumentar, exigindo a geração de superávit na balança comercial para estabilizar o crescimento externo, pois, caso contrário, a vulnerabilidade externa do país torna-se progressiva, aumentando a exposição de crises externas originadas pela interrupção do ingresso de fluxos de capitais via conta financeira, exigindo algum tipo de ajuste recessivo para atender

---

<sup>3</sup> Os preços dos ativos e passivos externos são marcados pelo preço de mercado (FMI, 1993).

o principal e os juros sobre o passivo acumulado – como ocorreu, por exemplo, por ocasião da crise da dívida externa, na década de 1980.

Em suma, Noiye e De Conti (2016) consideraram que a vulnerabilidade externa decorrente da PII e do fluxo de rendas é mais elevada quando o país apresenta as seguintes situações: passivos externos maiores do que os ativos externos; que tenham uma rentabilidade mais elevada nos passivos externos do que nos ativos externos; uma composição da PII desfavorável, quando o passivo externo é majoritariamente denominado em moedas estrangeiras sem uma correspondência em reservas internacionais; e uma circularidade entre a PII e as rendas enviadas ao exterior, aumentando as necessidades de financiamento do BP para cobrir o pagamento das rendas, resultando em um crescimento endógeno do passivo externo líquido e na dependência dos capitais externos.

De acordo com os autores, essa vulnerabilidade externa se manifesta mais intensamente na fase de reversão do ciclo de liquidez, retirando o financiamento que alimentava a mencionada circularidade e, para piorar, muitas vezes, nessas situações, o país está tendo que amortizar uma parte desses estoques ou tendo que suportar fugas de capitais. Diante de tal cenário, as opções são limitadas, como, por exemplo: (a) a decretação de alguma moratória ou tentativa de renegociação da dívida externa, o que pode envolver empréstimos junto ao FMI ou outros organismos internacionais; (b) medidas de ajuste de caráter contracionista, que visem diminuir a absorção interna para gerar um saldo exportador; (c) medidas protecionistas com o intuito de diminuir as importações; (d) a desvalorização cambial para melhorar o saldo comercial. Tais medidas tendem a gerar consequências negativas, como a perda de confiança, desaceleração do crescimento – quando não uma recessão – e pressões inflacionárias.

Na próxima subseção, apresenta-se a conjuntura internacional e a política econômica interna da década de 2011-2020, subsidiando o debate realizado na seção 3, de discussão e resultados.

## **2.2 Conjuntura econômica interna e internacional**

### **2.2.1. Conjuntura Internacional**

Esta seção traz um breve resumo das principais características e eventos que marcaram a economia mundial no período de análise (2011 – 2020), com ênfase colocada nos aspectos que influenciaram as transações externas brasileira e, por tanto, as condições de acesso a divisas. Entretanto, antes de abordar o período em questão, convém apresentar, sucintamente, a dinâmica dos anos anteriores para entender as condições iniciais de estudo, que determinam as particularidades dos anos seguintes.

No que diz respeito às facilidades de acesso à liquidez internacional dos países periféricos – seja pelo lado comercial, seja pelo lado financeiro – é útil resgatar a metodologia consagrada na literatura acadêmica. Autores como Biancarelli (2011) e Biancarelli *et al* (2017; 2018), baseados na análise seminal de Ocampo (2007), identificaram e categorizaram diferentes fases do ciclo de liquidez internacional. Segundo sua periodicidade e nomenclatura: entre 2003 e 2010, houve uma fase de abundância de liquidez internacional, denominada de “bonança”; entre 2011 e 2014 vigorou uma fase de “pós-bonança”, na qual as condições não teriam sido tão favoráveis; e uma “dupla tempestade” –

financeira e comercial – a partir de 2015 em diante, com acesso restrito à liquidez internacional por parte dos países periféricos.

A fase de bonança foi possível graças à conjunção de dois fatores: por um lado, um aumento extraordinário do financiamento externo voltado para a periferia, ou seja, pela criação expressiva de passivos externos a partir das entradas de capital internacional e; por outro lado, um aumento significativo nos preços das commodities com uma melhora nos termos de troca para esses países. Cabe mencionar que a fase de bonança não foi isenta de dificuldades. Desde finais de 2007, e principalmente em 2008, houve uma profunda crise financeira que se alastraria na economia real, cujo epicentro foram os Estados Unidos, conhecida como a *crise das subprime*.

Com esse pano de fundo, e já nos adentrando no período aqui relevante, houve, entre 2011 e meados de 2014 – fase de *pós-bonança* –, uma intensificação de algumas tensões que começaram a se manifestar desde o final de 2010, principalmente pelo lado financeiro. Apesar da relativa abundância de financiamento externo, a criação de passivos externos não atingiu os máximos registrados nos anos prévios e nem apresentou a estabilidade de outrora, sendo marcadamente mais volátil.

A maior volatilidade dos capitais internacionais e a instabilidade observada na economia mundial decorreram de estímulos econômicos contraditórios. Por um lado, a falta da recuperação consistente da economia mundial agravou-se em 2011 com a crise da dívida pública na Zona do Euro, que intensificou a paralisia relativa do comércio mundial e, em termos de finanças, gerou um novo movimento de "fuga para a qualidade". Porém, por outro lado e de forma oposta a esse movimento, houve o aprofundamento da estratégia de expansão monetária iniciada nos Estados Unidos e no Japão, à qual se somaram os incentivos da União Europeia. A redução das taxas de juros nominais para níveis historicamente baixos – próximas de 0% a.a. – incentivou uma nova migração de capitais para os países periféricos e diversas praças de valorização (Biancarelli et al., 2017).

No âmbito comercial, a lenta retomada do crescimento nos Estados Unidos posterior à crise *subprime*, atingiu um dos principais motores do dinamismo do sistema econômico internacional: a demanda americana por importações. Diante dessa situação, a China, que era a principal beneficiária das compras americanas, iniciou um processo agressivo de conquista de novos mercados para suas exportações, acirrando a competição internacional (Biancarelli et al. 2018). Apesar da maior incerteza e aumento das tensões, os termos de troca para os países latino-americanos permaneceram relativamente favoráveis graças à baixa elasticidade dos preços das pautas exportadoras, determinadas agora por três fatores: o aumento da demanda chinesa, que aproveitou a deflação inicial para recompor os estoques; investimentos especulativos, principalmente em derivativos, estimulados pelas baixas taxas de juros dos países avançados e pela alta liquidez do sistema; a desvalorização do dólar (Laplane, 2020). Ao todo, as condições de acesso a recursos externos, embora mais instáveis, eram positivas e pareciam aumentar a integração financeira dos países.

Não obstante, a partir de meados de 2014, a reversão dos estímulos positivos que favoreceram as economias emergentes em períodos anteriores, tornaram-se mais dramáticos. Do lado financeiro, o

anúncio da normalização da política monetária americana e uma ligeira melhora da economia mundial, influenciaram as expectativas sobre a ainda vigente expansão monetária dos outros países centrais, e provocou um reajuste do capital global e a redução da disponibilidade de financiamento externo privado dos países periféricos. Do lado comercial, a economia mundial não consolidou um crescimento robusto, enquanto a China, dada a reorganização dos seus vetores de crescimento, viu o seu ritmo de crescimento anual diminuir, gerando um menor comércio global e a deflação dos preços das commodities.

Para os países periféricos, especialmente os latino-americanos, as condições de acesso aos recursos externos foram se agravando progressivamente. O primeiro aumento de fato da taxa de juro americana ocorreu no início de 2016 e foi acompanhado com cautela pelos mercados financeiros, mas com um movimento incessante de valorização da moeda central. Com acentuada instabilidade, marcada pelas incertezas do período eleitoral nos Estados Unidos e dados econômicos pouco animadores, começou no início de 2017 uma gradual, mas sustentada “normalização” da política monetária americana. Com ela, os países periféricos tiveram que reajustar as taxas de juros domésticas para contrarrestar, parcialmente, a desestruturação dos passivos externos e as consequências da saída dos capitais.

No início de 2018, a nova realidade monetária combinou-se com o início da chamada “guerra comercial” entre os Estados Unidos e a China, com impacto na incipiente recuperação da economia mundial em geral e na volatilidade e aversão ao risco de mercado em particular. Esse episódio e seus desdobramentos intensificaram-se devido à falta de acordo (e novas ameaças) entre as duas potências, aprofundando os rearranjos financeiros e desbalanços patrimoniais dos agentes e estados.

Já para 2019 a estagnação do crescimento do comércio mundial e o alarmante nível da dívida global eram os principais vetores de desconfiança sobre a capacidade de reativação e crescimento econômico. As tensões e a perda de dinamismo em ambas as esferas, produtiva e financeira, contribuíram para uma menor absorção externa, menor ritmo de criação de passivos externos nos países periféricos e aumento da vulnerabilidade externa.

Nesse anêmico contexto econômico a eclosão da pandemia do coronavírus, em 2020, forçou a paralisia das atividades produtivas e desestruturou os mecanismos de geração e captação de rendas. A crise sanitária, econômica e social teve uma enérgica e necessária – porém insuficiente – resposta por parte dos governos. Para evitar o colapso dos sistemas econômicos estes adotaram amplos programas de apoio baseado em políticas fiscais, monetárias e de proteção social, não limitadas a medidas convencionais.

Não obstante, a maior aversão ao risco provocou uma enorme reorientação dos fluxos financeiros privados, agora posicionados em moedas centrais. Em paralelo, a necessidade de assumir novos compromissos para o enfrentamento da crise teve seu correlato na acumulação de passivos (dívidas) graças aos créditos e financiamentos de capitais internacionais públicos. Por outro lado, a paralisia inicial do comércio mundial deu passo desestruturação das cadeias globais, e alimentou iniciativas de transformação dos sistemas produtivos e de logística, agora mais voltados a núcleos

regionais. Os impactos econômicos da pandemia foram profundos e diversos. Alguns foram parcialmente revertidos com relativa velocidade, outros parecem ter alterado dinâmicas mais profundas do sistema, com resultados ainda em aberto, questões fogem do escopo do trabalho.

### **2.2.2. Conjuntura nacional**

Entre 2011, primeiro ano do mandato presidencial de Dilma Rousseff e 2020, primeiro ano da pandemia de COVID-19, já durante o segundo ano da presidência de Jair Bolsonaro, a atividade econômica manteve-se praticamente estagnada ao longo do período, embora o país tenha alternado fases de crescimento com de queda do PIB. Por sua vez, institucionalmente, a partir de 2016 foram realizadas uma série de reformas constitucionais que limitaram ainda mais o alcance da intervenção do Estado sobre a economia brasileira e retiraram direitos sociais.

O período entre 2011 e 2020 pode ser subdividido em quatro fases, que refletem as inflexões da política econômica e, conseqüentemente, do comportamento do nível de atividade anual observado em cada um deles, Fase 1: Desaceleração econômica (2011-2014); Fase 2: Recessão (2015-2016); Fase 3: Parcial Recuperação (2017-2019); Fase 4: Recessão (2020).

A Fase 1 coincide com o primeiro mandato presidencial de Dilma Rousseff (2011-2014), quando a taxa de crescimento anual média foi de 2,4% a.a.,<sup>4</sup> substancialmente menor do que aquela verificada no conjunto do período presencial de Lula (2003-2010), que foi de 4,0% a.a., e ainda menor do que a taxa de crescimento do seu segundo mandato (2007-2010), que foi de 4,6% (IBGE, 2023). Observa-se que embora tenha sido verificada uma desaceleração do crescimento econômico no Brasil, entre 2011 e 2014, os indicadores de desemprego, desigualdade e pobreza seguiram caindo ao longo do primeiro mandato de Dilma<sup>5</sup>, embora a um ritmo menor do que foi observado durante a presidência de Lula.

A Fase 2, tem início com o segundo mandato de Dilma, e é caracterizada pela queda do nível de atividade observada em 2015 e 2016.<sup>6</sup> Assim, em 2015, o PIB caiu 3,5% e em 2016 3,3%, uma queda acumulada de 6,7% em relação ao nível observado em 2014, com a taxa de variação média do PIB sendo neste biênio de -3,4% a.a. (IBGE, 2023). Por sua vez, apenas ao final de 2022 o PIB anual brasileiro atingiu (superando ligeiramente) o nível do PIB pré-crise. Em dezembro de 2015 é instaurado o processo de impeachment da recém reeleita Dilma Rousseff, que culminaria com sua deposição definitiva em agosto de 2016, quando assumiu o então vice-presidente Michel Temer. Esta retração econômica se refletiu na deterioração rápida dos indicadores sociais, com aumento da pobreza, da desigualdade e do desemprego.<sup>7</sup>

Ainda em 2016, Temer dá início a um conjunto amplo de mudanças institucionais, cujas diretrizes principais já haviam sido estabelecidas no documento chamado “Ponte para o Futuro,

---

<sup>4</sup> Para uma análise do desempenho macroeconômico durante o período 2011 e 2014, ver, por exemplo, Serrano e Summa (2015) e Carneiro. Baltar e Sarti (2018).

<sup>5</sup> Ver Carvalho e Carneiro (2022, p. 240).

<sup>6</sup> Para uma análise da crise econômica no biênio 2015 e 2016, ver, por exemplo, Serrano e Summa (2018) e Chernavsky, Dweck e Teixeira (2020).

<sup>7</sup> Carvalho e Carneiro (2020, p. 240).

publicado em outubro de 2015”.<sup>8</sup> Em linhas gerais, o documento relacionava a crise em curso no país naquele momento com a “desajuste fiscal” materializada no aumento do endividamento público e na redução do resultado primário, sendo necessário um conjunto amplo de “reformas estruturais”, algumas das quais seriam implementadas nos anos seguintes, sendo a primeira delas a regra do Teto de Gastos (Emenda Constitucional 95), promulgada em dezembro de 2016.

A Fase 3 cobre os anos de 2017 e 2018, sob a presidência de Temer e o ano de 2019, primeiro mandato de Jair Bolsonaro, e é marcado pela lenta recuperação do PIB, que cresceu a uma taxa anual média de 1,3% a.a. e pela implementação de reformas institucionais, entre as quais se destacam a Reforma Trabalhista e revisão do sistema de concessão para exploração de petróleo – ampliando a participação do setor privado –, ambas em 2017, e a Reforma da Previdência, em 2019, já no governo Bolsonaro.<sup>9</sup> A Fase 4 é marcada pelos impactos negativos da pandemia de COVID-19 sobre a economia brasileira, e as medidas tomadas para a mitigação de seus efeitos<sup>10</sup>, dentre as quais, a principal delas, a implementação do Auxílio Emergencial – que foi possível após a flexibilização das regras fiscais vigentes devido a decretação do Estado de Calamidade. Assim, em 2020, embora o PIB tenha caído 3,3% e o desemprego atingido 13,8% e a subutilização da força de trabalho 28,3%, as taxas monetárias de pobreza e extrema recuaram aos níveis mínimos históricos, assim como o Índice de Gini, segundo dados do Banco Mundial.<sup>11</sup>

Apesar destas distintas oscilações do PIB, se tomado em conjunto, durante o período entre 2011 e 2020, a economia brasileira ficou praticamente estagnada com um crescimento do PIB de 0,4% a.a. em média e um recuo em média do PIB per capita de 0,5% a.a.. No intervalo entre 2011 e 2019 verificou-se um crescimento anual do PIB em média de 0,8% a.a. e do PIB per capita uma queda de 0,1% a.a.

A crise que a economia atravessou a partir de 2015, configura a maior crise experimentada pela economia brasileira desde o início da série histórica para dados do PIB disponibilizadas pela IBGE, iniciada em 1900, tanto do ponto de vista da queda do PIB em relação ao nível pré-crise, quando tempo até com que se recuperasse ao nível pré-crise, algo que apenas ocorreu em 2022.<sup>12</sup> Importante sublinhar que diferentemente de outros episódios de crise enfrentados pela economia brasileira a partir de 1900, a crise entre 2015 e 2022, foi a única que o país não enfrentou um estrangulamento externo, mantendo seus indicadores de vulnerabilidade externa em níveis relativamente seguros, preservando seu nível de reservas internacionais e sua capacidade de importação.<sup>13</sup>

---

<sup>8</sup> Para uma análise da correspondência entre o “Ponte para o Futuro” e as reformas implementadas entre 2016 e 2019, ver Silva (2023, p. 174-178).

<sup>9</sup> Idem.

<sup>10</sup> Ver, por exemplo, Dweck, Rossi e Oliveira (2020).

<sup>11</sup> Ver, por exemplo, Carvalho (2022).

<sup>12</sup> Idem.

<sup>13</sup> Ver, Carvalho e Carneiro (2022, p. 239).

### 3. Discussão e Resultados

Essa seção apresenta: os dados da PII para o período 2011 a 2020 (3.1); as rendas líquidas enviadas nos anos 2011-2020 (3.2); uma estimativa de rentabilidade dos estoques externos e a apresentação de indicadores de endividamento externo (3.3); a evolução dos dados dos estoques externos brasileiros e como a vulnerabilidade externa decorrente da PII e das rendas líquidas enviadas evoluiu na década dos anos 2011-2020 (3.4).

#### 3.1 Posição Internacional de Investimentos: 2011-2020

Nesta seção, apresentar-se-á a Posição Internacional de Investimentos (PII) da economia brasileira para o período de 2011 a 2020 - na Tabela 1. Um primeiro aspecto que chama a atenção é que o passivo externo foi sempre maior do que o ativo externo, o que indica, no atual arcabouço, uma vulnerabilidade externa decorrente de sua situação patrimonial.

Contudo, um segundo aspecto a se destacar é que houve uma grande redução do saldo negativo da PII, passando de US\$ -820 bilhões para US\$ -552 bilhões. Adiante desdobraremos as causas desse movimento, mas é possível notar, pela tabela 1, que o passivo externo ficou praticamente estável em US\$ 1.471 bilhões, enquanto o ativo externo tem um acréscimo de quase US\$ 300 bilhões (de 650 para US\$ 920 bilhões).

**Tabela 1.** Brasil: Evolução da PII entre 2011 e 2020 (US\$ bilhões)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Ativo (A)</b>	651	739	760	823	808	830	878	876	893	920
Investimento direto no exterior	206	271	301	334	323	343	388	382	417	448
Investimentos em carteira	28	22	25	35	31	32	40	41	47	43
Derivativos	1	1	1	1	1	1	1	2	2	1
Outros investimentos	63	72	74	89	97	89	75	75	71	73
Ativos de reservas	352	373	359	364	356	365	374	375	357	356
<b>Passivo (B)</b>	1471	1534	1484	1529	1183	1396	1523	1471	1679	1472
Investimento direto no país	696	731	725	726	568	703	768	738	874	765
Investimentos em carteira	585	604	554	526	366	464	536	496	570	489
Derivativos	5	3	6	38	12	0	0	0	0	0
Outros investimentos	186	196	198	238	237	229	219	237	235	218
<b>PII</b>	<b>-820</b>	<b>-795</b>	<b>-724</b>	<b>-706</b>	<b>-375</b>	<b>-567</b>	<b>-645</b>	<b>-595</b>	<b>-786</b>	<b>-552</b>

Fonte: Bacen (2023).

Notas: PII: Posição Internacional de Investimentos; Derivativos = Derivativos Financeiros (exceto reservas).

Do ponto de vista do ativo externo, percebe-se, pela Tabela 1, que as reservas internacionais ficaram praticamente estáveis, em torno de US\$ 350 bilhões, com relativamente pequenas variações. O grande destaque é a expressiva elevação do Investimento brasileiro direto no exterior, que passa de US\$ 206 bilhões em 2011 para US\$ 448 bilhões, se tornando o maior ativo externo brasileiro. Já o investimento em carteira e outros investimentos tiveram alguma elevação, mas ainda se mantiveram com valores absolutos pequenos (e os Derivativos com valores insignificantes).

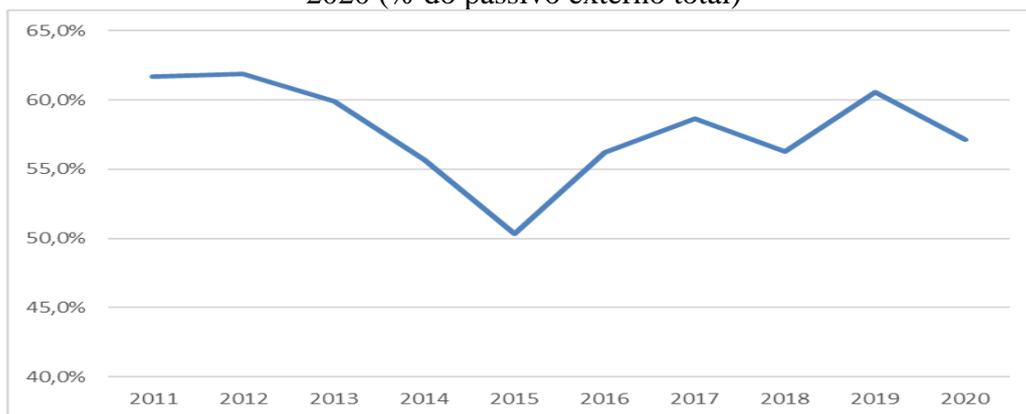
Já o passivo externo também apresentou, de acordo com a Tabela 1, o investimento direto como o principal valor, passando de US\$ 696 para US\$ 765 bilhões, entre 2011 e 2020. Os outros investimentos apresentam um acréscimo relativamente pequeno no período (de 186 para US\$ 218 bilhões), mostrando que outras fontes de financiamento externo se tornaram mais importantes para a

economia doméstica. Por fim, chama a atenção que os investimentos em carteira apresentaram uma redução no valor do estoque externo, sendo que 2015 e 2020 foram os anos com maiores quedas de valor, justamente em anos de crise externa da economia brasileira (crise interna e crise da COVID-19) – isso será desenvolvido na seção 3.4.

Tal aspecto, do estoque externo diminuir abruptamente de valor em períodos de crise, conforme apresentado na subseção 2.1, caracteriza uma diminuição da vulnerabilidade externa sob a ótica do presente estudo, pois diminui o passivo externo justamente no momento mais crítico (uma queda de US\$ 346 bilhões entre o final de 2014 e o final de 2015). Um dos principais fatores para gerar esse resultado, conforme mostrado no Gráfico 1, é o fato do passivo externo ser denominado, majoritariamente, em moeda doméstica – conforme se observa, tal patamar estava ao redor de 60% no início e no final do período.

Entretanto, também se observa, no Gráfico 1, uma grande queda do indicador da Composição do Passivo externo em moeda doméstica, em 2014 e 2015. Conforme a Tabela 1, outros investimentos, de composição de moeda estrangeira, tiveram valores bem próximos ao final dos dois anos. Isso significa que a queda de valor do passivo externo denominado em moeda doméstica, que ajuda a gerar uma menor vulnerabilidade externa decorrente da PII, também gerou a queda no indicador do Gráfico 1. Nos momentos seguintes, quando a crise arrefeceu, o indicador voltou para um patamar próximo – ligeiramente inferior aos 60% do início do período. Esse resultado é importante, pois indica, conforme explicado na seção 2, que o país passa a ser mais resiliente às situações de crises externas, sendo que, do ponto de vista da política econômica, sinaliza que eventuais mudanças neste arranjo externo podem ser prejudiciais para a vulnerabilidade externa.

**Gráfico 1.** Brasil: Evolução da participação do Passivo Externo em moeda doméstica entre 2011 e 2020 (% do passivo externo total)



Fonte: Bacen (2023). Elaboração própria

Nota: passivo externo em moeda doméstica foi considerado como a soma entre as rubricas: Investimento externo no país – participação no capital; Investimento em carteira – ações – negociadas no mercado doméstico; Investimento em carteira – títulos de dívida – negociadas no mercado doméstico

Dessa maneira, fazendo uma síntese da vulnerabilidade externa decorrente da PII, nota-se que o país continua sendo vulnerável por ter um passivo externo muito maior do que o ativo externo, contudo, alguns aspectos positivos podem ser apontados: a) as reservas internacionais se mantiveram em patamar

elevado (adiante serão mostrados indicadores sobre elas); b) o país elevou seu ativo externo na modalidade de Investimento Direto no exterior, o que é algo positivo, pois geram uma rentabilidade maior do que a das reservas internacionais (conforme pode ser visto na subseção 3.3 ), indicando que futuramente o país pode diminuir seu déficit estrutural em rendas; c) o país conseguiu manter um passivo externo relativamente constante ao longo de 2011 a 2020, apesar dos elevados déficits em transações correntes observados no período, principalmente por conta da queda de valor desse estoque externo (conforme dados mostrados na subseção 3.4); d) em linha com o apresentado no item anterior, em um momento de crise, com fuga de capitais e desvalorização cambial, que foi 2015, a redução de valor do passivo externo foi um fator que ajudou a mitigar as possíveis dificuldades que o país incorreria.

### **3.2 Rendas Líquidas Enviadas ao Exterior**

De acordo com a Tabela 2, no Brasil as saídas de rendas sempre foram maiores do que as entradas, caracterizando o *déficit* estrutural da conta de rendas – tal qual apresentado na seção 2.1. Contudo, ao contrário do que costuma se observar ao longo de sua história, esse valor das rendas líquidas primárias enviadas ao exterior sofre uma queda de valor ao longo de uma década.

Tais quedas acontecem principalmente nos anos de 2013, 2015 e 2020. As principais explicações que podem ser levantadas são: a queda da taxa Selic realizada em 2012 e que permaneceu em patamar reduzido praticamente por todo o ano de 2013, gerando uma diminuição da rentabilidade do passivo externo (conforme será mostrado na próxima subseção), contudo, destaque-se que outros investimentos e investimentos em carteira até elevaram o pagamento de rendas, isto é, tal resultado de 2013 é explicado pela expressiva redução de pagamento de rendas no investimento direto estrangeiro, permitindo se vislumbrar a hipótese de que as empresas que aqui investem obtenham boa parte de sua rentabilidade com as taxas de juros elevadas; em 2015 os juros já estavam mais elevados, entretanto, o PIB cai 3,5%, redundando em menores lucros e na queda expressiva no pagamento de rendas externas, algo que se manteve no ano de 2016, também de recessão; o ano de 2020 apresentou os dois fatores, uma vez que se chegou às mínimas históricas na taxa Selic, além de uma queda do PIB de 4,1% (Banco Central, 2023), aspectos gerados pela crise da Covid-19 – conforme explicado na subseção 2.2.

Além desses anos mencionados, vale apontar que a remessa de rendas em 2018 e 2019, que gravitavam ao redor dos US\$ 58 bilhões, ainda eram inferiores ao patamar de US\$ 69 bilhões do início da década, o que, se por um lado, significa uma menor vulnerabilidade externa sob a ótica do presente estudo, por gerar uma menor necessidade de financiamento do BP, por outro lado, tem um lado não virtuoso, que é decorrente do baixo dinamismo da atividade econômica observado ao longo da década e que se refletiu em menores lucos à serem remetidos.

**Tabela 2.** Brasil: Evolução da Renda Líquida enviada ao Exterior entre 2011 e 2020 (US\$ bilhões)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Renda primária</b>	-69,7	-63,9	-37,5	-49,4	-37,9	-41,5	-43,2	-58,8	-57,3	-38,3
<b>Remuneração de empregados</b>	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1
<b>Renda de investimentos</b>	-70,3	-64,4	-38,0	-49,8	-38,3	-41,8	-43,5	-59,1	-57,5	-38,4
<b>Renda de investimento direto</b>	-48,8	-43,9	-15,9	-25,5	-16,3	-22,5	-24,1	-40,9	-38,0	-26,2
Receitas	13,6	2,5	7,4	2,5	-2,4	7,9	17,3	4,8	16,1	13,2
Despesas	62,4	46,4	23,3	28,0	13,9	30,4	41,5	45,7	54,1	39,4
<b>Renda de investimento em carteira</b>	-23,9	-19,9	-20,2	-21,1	-18,6	-14,1	-15,3	-16,1	-14,9	-10,8
Receitas	0,8	0,4	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Despesas	24,7	20,3	20,5	21,5	19,1	14,4	15,7	16,4	15,2	11,2
<b>Renda de outros investimentos (jur)</b>	-3,9	-4,9	-5,3	-6,3	-5,9	-8,3	-7,8	-8,5	-12,1	-7,0
Receitas	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,3	1,3	0,9	0,7
Despesas	5,4	6,4	6,7	7,5	7,1	9,5	9,1	9,8	13,0	7,7
<b>Renda de reservas – receitas</b>	6,3	4,4	3,4	3,0	2,6	3,0	3,8	6,4	7,5	5,6

Fonte: BCB (2023). Elaboração Própria

Além disso, a Tabela 2 também permite perceber que as rendas dos investimentos estrangeiros diretos se tornaram os mais importantes, tanto das entradas quanto das saídas, sendo coerente com os dados dos estoques externos apontados na Tabela 1. Isso mostra uma grande mudança em relação à economia brasileira da década de 1980, quando o pagamento dos juros, decorrente da Dívida Externa, era o elemento de renda mais importante, sendo que na entre 2011 e 2020 os juros ficam abaixo inclusive do pagamento das rendas dos investimentos em carteira – que sofrem uma grande redução ao longo da década, passando de algo em torno de US\$ 20 para US\$ 10 bilhões. Por fim, apesar das reservas internacionais permanecerem praticamente no mesmo patamar ao longo da década, conforma apontado na subseção anterior, os recebimentos de rendas por essa conta tiveram certa oscilação em termos relativos, decorrentes principalmente das variações das taxas de juros externas.

### 3.3 Estimativa da Rentabilidade da PII e alguns Indicadores de Endividamento Externo.

Na subseção 3.1 mostrou-se os dados da PII da economia brasileira no período 2011-2020, enquanto na subseção 3.2 apresentou-se os dados dos fluxos de rendas externas. A partir desses dados, na Tabela 3, estimou-se a rentabilidade aparente dos ativos e passivos externos, sendo que a metodologia empregada foi a divisão entre o fluxo de renda de uma determinada conta durante um ano e o valor do estoque dessa conta no final do mesmo ano<sup>14</sup>.

Tal qual demonstrado na subseção 2.1, no atual arcabouço, na esfera financeira, a vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas é diretamente relacionada com a rentabilidade do passivo externo, isto é, a economia é mais vulnerável externamente conforme se aumenta a rentabilidade do passivo externo, pois indica uma maior necessidade de financiamento externo para pagar essas remessas de rendas – aspecto relacionado com a *vulnerabilidade-fluxo*. Além disso, a elevação da rentabilidade do ativo externo melhora a vulnerabilidade externa do país.

A partir da Tabela 3, alguns apontamentos sobre a estimativa da rentabilidade da PII podem ser realizados. Destaque-se que o objetivo principal desses dados é fazer uma análise mais geral da rentabilidade dos estoques externos, sendo que uma análise mais pormenorizada de cada conta pode ser feita em outros estudos.

<sup>14</sup> RENTABILIDADE do estoque X = FLUXO anual da conta X / ESTOQUE ao final do ano da conta X.

**Tabela 3.** Brasil: Evolução da estimativa da Rentabilidade da PII (%), Fluxo de Renda (anual)/Estoque (do fim do ano) entre 2011 e 20

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total
<b>Ativo (A)</b>	<b>3,4%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,6%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,2%</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,6%</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,8%</b>
Investimento direto no exterior	6,6%	0,9%	2,5%	0,8%	-0,7%	2,3%	4,5%	1,3%	3,9%	2,9%	2,4%
Investimentos em carteira	2,7%	2,0%	1,0%	1,3%	1,5%	1,1%	1,0%	0,7%	0,6%	0,8%	1,2%
Outros investimentos	2,4%	2,0%	1,9%	1,4%	1,2%	1,4%	1,8%	1,7%	1,3%	1,0%	1,6%
Ativos de reservas	1,8%	1,2%	0,9%	0,8%	0,7%	0,8%	1,0%	1,7%	2,1%	1,6%	1,3%
<b>Passivo (B)</b>	<b>6,3%</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,4%</b>
Investimento direto no país	9,0%	6,3%	3,2%	3,9%	2,4%	4,3%	5,4%	6,2%	6,2%	5,1%	5,3%
Investimentos em carteira	4,2%	3,4%	3,7%	4,1%	5,2%	3,1%	2,9%	3,3%	2,7%	2,3%	3,4%
Outros investimentos	2,9%	3,3%	3,4%	3,2%	3,0%	4,1%	4,2%	4,1%	5,6%	3,5%	3,8%
<b>PII</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,1%</b>	<b>5,2%</b>	<b>7,1%</b>	<b>10,2%</b>	<b>7,4%</b>	<b>6,7%</b>	<b>9,9%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,6%</b>

Nota: i) RENTABILIDADE do estoque X no ano t = FLUXO de renda anual da conta X no ano t / ESTOQUE de X ao final do ano t; ii) RENTABILIDADE do estoque X total = somatório do FLUXO de renda da conta X ao longo do período/ somatório dos ESTOQUES de X ao final de cada ano do período.

Fonte: Elaboração própria (a partir das tabelas 1 e 3).

Em primeiro lugar e de maneira mais importante para a atual pesquisa, tal qual apresentado na subseção 2.1, pela teoria da hierarquia das moedas, países que detêm moedas periféricas, como o Brasil, só obteriam a entrada de capitais estrangeiros caso forneçam uma elevada rentabilidade sobre seus estoques externos, portanto, seria de se esperar que a rentabilidade do passivo externo brasileiro fosse maior do que a do ativo externo. De acordo com a Tabela 3, temos a corroboração de tal teoria, uma vez que a rentabilidade do passivo externo foi sempre significativamente maior do que a do ativo externo – em quase todos os anos a rentabilidade foi pelo menos o dobro do que a do ativo externo –, sendo que a estimativa da rentabilidade total para o período indicou 4,4%, em termos anuais, para o passivo externo e 1,8% para o ativo externo. Dessa forma, considerar-se-á que o Brasil arcava com uma vulnerabilidade externa sob a ótica do *efeito rentabilidade*. Isso tem implicações para a política econômica, conforme será apresentado nas considerações finais.

Em segundo lugar, de acordo com Noije (2014.a), seria de se esperar que a rentabilidade dos investimentos estrangeiros diretos fosse maior do que a dos outros investimentos, uma vez que o estoque de IDE pode perder valor por conta da desvalorização cambial – enquanto outros investimentos são denominados em moeda externa. E foi justamente isso que aconteceu no período, com exceção dos anos 2013, 2014 e 2015. Ao longo do período, nota-se que a maior rentabilidade foi justamente do IDE, com valor estimado de 5,3% em termos anuais, significativamente maior do que das demais contas. Dessa maneira, vislumbra-se que a detenção de um passivo externo em moeda doméstica melhora a *vulnerabilidade-estoque*, mas piora a vulnerabilidade-fluxo – tal qual apresentado na subseção 2.1.

Em terceiro lugar, desenvolvendo o ponto anterior e algo já levantado na subseção 3.2, a rentabilidade do investimento estrangeiro direto apresenta uma redução drástica em 2013, justamente quando a taxa Selic estava menor – vale observar que tal rentabilidade já caiu em 2012, ano em que a taxa Selic sofre redução. Tal aspecto enseja uma hipótese: que a rentabilidade do investimento direto estrangeiro esteja em grande medida determinada pela taxa Selic, o que seria um indício de que as suas operações sejam mais de cunho financeiro (ex: busca de rentabilidade em títulos públicos) do que as de

cunho produtivo (ex: perpassando pelas agruras da produção)<sup>15</sup>. Adicionalmente, contudo, vale mencionar que o IDE só voltou a apresentar uma rentabilidade significativamente superior aos demais estoques em 2017, quando a economia saiu da recessão, indicando, portanto, que o nível de atividade também é importante para a rentabilidade do passivo externo na forma de IDE.

Em quarto lugar, é possível notar que a rentabilidade dos investimentos em carteira ficou menor do que a de outros investimentos a partir de 2016, contudo, nenhuma explicação foi encontrada na literatura que possa explicar esse movimento.

Em quinto lugar, em relação aos ativos externos, percebe-se que a maior rentabilidade foi dos investimentos diretos estrangeiros, indicando que pode ser interessante estimular esse tipo de investimento no exterior em detrimento de outras modalidades de saída de capital (seja para financiamento ou investimento no exterior). Além disso, conforme esperado, as reservas internacionais apresentam uma rentabilidade significativamente mais baixa do que a do investimento direto, contudo, destaque-se que os investimentos em carteira e outros investimentos ficam em um patamar muito próximo ao das reservas internacionais, suscitando dúvidas sobre o quanto esses dois tipos de ativos externos são benéficos para o país – dado que as reservas internacionais, em tese, geram uma maior segurança em momentos de crise e o investimento direto apresenta maior rentabilidade.

Na Tabela 4 podem ser observados alguns indicadores de endividamento externo e que se relacionam com a *vulnerabilidade-estoque*. No grupo A, apresentam-se indicadores que contenham a PII. Dois indicadores importantes parecem ter piorado ao longo da década, que foram o “passivo externo/PII”, aumentando de valor, e o “PII/PIB”, se tornando ainda mais negativo. Contudo, destaque-se que em dois anos de forte crise econômica, 2015 e 2020, verifica-se que o segundo indicador melhorou de resultado, apesar da piora do primeiro. A principal explicação parece ser que o indicador “ativo externo/PIB” aumenta expressivamente nestes anos, principalmente por conta da queda do PIB, fazendo com que o saldo negativo da PII fique menor. Já o passivo externo, conforme mostrado na seção 3.1, também sofre redução expressiva por conta da desvalorização cambial, fazendo com que o indicador “passivo externo/PIB” aumente pouco nestes anos. Dessa maneira, a *vulnerabilidade-estoque*, medida por esses indicadores, pareceu ter um resultado dúbio: por um lado, o passivo externo tendeu a se reduzir nas crises, o que é algo salutar para o setor externo da economia brasileira; por outro lado, a elevação do passivo externo ao longo da década, em termos relativos, pode redundar em problemas futuros.

Além disso, ainda no Grupo A, vale mencionar que os indicadores “PII/exportações” e “PII/reservas” sofrem redução ao longo do período 2011 a 2020, sinalizando para uma melhora na vulnerabilidade externa, seja por uma maior capacidade de geração de divisas em relação à PII (efeito fluxo), assim como por uma maior disponibilidade de reservas internacionais também em relação à PII (efeito estoque).

---

<sup>15</sup> Dois apontamentos: 1) não é o escopo do artigo responder e investigar tal hipótese, que pode ser realizado por outros estudos; 2) nas empresas não existe uma separação nítida entre o lado produtivo e o financeiro, tal divisão é feita em termos heurísticos.

Já os indicadores do grupo B (Tabela 4) apresentam os pagamentos de rendas e permitem uma análise da *vulnerabilidade-fluxo*, sendo possível observar uma melhora neles até 2015, uma vez que apresentam decréscimo de valor<sup>16</sup>, revertendo a tendência a partir de 2016, voltando para os patamares do início da década (praticamente em formato de “U”). Para explicar esse movimento, vale assinalar que as exportações de bens tiveram uma queda expressiva no início da década, de US\$ 255 bilhões em 2011 para US\$ 189 bilhões em 2015. Contudo, as rendas enviadas ao exterior apresentaram queda ainda maior, em termos proporcionais, passando, respectivamente, de US\$ 92 bilhões para US\$ 40 bilhões. Assim sendo, dado que essa queda no pagamento de rendas foram por fatores mais conjunturais, pode-se inferir que essa melhora nos indicadores de *vulnerabilidade-fluxo* foram passageiros, entretanto, vale mencionar que ocorreram em momentos de crise, portanto, ao menos dessa perspectiva podem ser considerados como algo favorável, apesar de não perene.

Os indicadores do Grupo C se baseiam na Dívida Externa e são importantes pois esse aspecto já foi um elemento central da nossa vulnerabilidade externa, como nos anos 1980, sendo um elemento importante de ser monitorado para que não se incorra nos mesmos problemas do passado. O indicador “Dívida Externa/exportações” se eleva até meados da década e depois cai novamente, sendo em grande medida determinado pelas exportações – conforme apresentado, as exportações caem de valor até 2016 e depois se recuperam parcialmente – uma vez que a Dívida Externa oscilou relativamente pouco, ao redor do patamar de US\$ 320 bilhões de dólares. Já em relação ao indicador “Dívida Líquida/exportações”, vale destacar que o país tem uma dívida externa do setor público menor do que as reservas internacionais, fazendo com que o indicador seja negativo, caracterizando uma boa situação em termos da *vulnerabilidade-estoque* e ajudando a explicar, em parte, porque o país tem sido menos atingido em momentos de crise externa.

---

<sup>16</sup> A diminuição dos indicadores nos Grupo B, Grupo C e Grupo E e o aumento dos indicadores no grupo D representam uma melhora da vulnerabilidade externa.

**Tabela 4. Brasil: Evolução dos indicadores de endividamento externo entre 2011 e 2020**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>A-) Posição Internacional de Investimentos</b>										
Passivo Externo/PIB	0,56	0,62	0,60	0,62	0,66	0,78	0,74	0,77	0,90	1,00
Dívida Externa/PIB	0,12	0,13	0,13	0,14	0,19	0,18	0,15	0,17	0,17	0,21
Ativo Externo/PIB	0,25	0,30	0,31	0,34	0,45	0,46	0,43	0,46	0,48	0,62
Div. Ext. Líquida/PIB	-0,02	-0,02	-0,02	0,00	-0,01	-0,02	-0,03	-0,03	-0,02	-0,03
PII/export. de bens	-3,21	-3,28	-3,00	-3,15	-1,97	-3,08	-2,96	-2,49	-3,48	-2,62
PII/export. de serviços	-22,51	-20,81	-19,24	-17,87	-11,13	-17,14	-19,40	-17,49	-23,79	-20,07
PII/Reservas	-2,33	-2,13	-2,02	-1,94	-1,05	-1,55	-1,73	-1,59	-2,20	-1,55
PII/ PIB	-0,31	-0,32	-0,29	-0,29	-0,21	-0,31	-0,31	-0,31	-0,42	-0,37
<b>B-) Rendas</b>										
Rendas (despesas)/exportações	36,2%	30,2%	20,9%	25,5%	21,1%	29,5%	30,4%	30,0%	36,4%	27,6%
Renda investimento direto/exportações	24,4%	19,2%	9,7%	12,5%	7,3%	16,5%	19,0%	19,1%	23,9%	18,7%
Renda investimento carteira/exportações	9,7%	8,4%	8,5%	9,6%	10,0%	7,8%	7,2%	6,8%	6,7%	5,3%
Renda outros investimentos/ exportações	2,1%	2,6%	2,8%	3,4%	3,7%	5,2%	4,2%	4,1%	5,8%	3,7%
<b>C-) Dívida Externa</b>										
Dívida total/ exportações	1,21	1,35	1,29	1,58	1,76	1,77	1,46	1,34	1,43	1,48
Dívida líquida total/ exportações	-0,17	-0,19	-0,19	-0,05	-0,11	-0,21	-0,26	-0,23	-0,15	-0,21
<b>D-) Reservas</b>										
Reservas (liquidez)/ juros	64,74	58,29	53,78	48,22	50,07	38,43	41,03	38,23	27,40	46,15
Reservas (liquidez)/ dívida total	1,14	1,14	1,15	1,03	1,06	1,12	1,18	1,17	1,10	1,14
<b>E-) Transações correntes/PIB</b>										
	-3,2%	-3,8%	-3,6%	-4,5%	-3,5%	-1,7%	-1,2%	-2,9%	-3,6%	-1,9%
<b>F-) Sustentabilidade da Trajetória</b>										
Taxa crescimento exportações	26,9%	-5,3%	-0,2%	-7,3%	-15,2%	-3,0%	18,3%	9,9%	-5,7%	-6,7%
Rentabilidade do passivo externo	6,3%	4,8%	3,4%	3,7%	3,4%	3,9%	4,4%	4,9%	4,9%	4,0%

Fonte: a) rentabilidade do passivo externo: Tabela 3; b) Demais: Banco Central (2023). Elaboração Própria.

No Grupo D, mostram-se os indicadores formados pelas reservas internacionais. O indicador “Reservas/juros” foi durante muito tempo um dos mais relevantes, como na crise da década de 1980 e até hoje é monitorado pelo Banco Central – por isso foi mantido na pesquisa. Contudo, conforme a subseção 3.2, os pagamentos de juros são a categoria de renda menos relevante nos dias atuais, ficando atrás das rendas do Investimento Estrangeiro Direto e do Investimento em Carteira. Assim sendo, observa-se que o país apresentou uma situação confortável neste aspecto, com as reservas internacionais sendo ao menos mais de 20 vezes o pagamento de juros ao longo de um ano. Já no indicador “reservas/dívida total”, destaque-se que o país conseguiu manter as suas reservas internacionais sempre maiores do que a dívida externa total, caracterizando uma boa situação na *vulnerabilidade-estoque*.

No Grupo E, apresenta-se um dos indicadores mais importantes nas análises da situação externa dos países, que é “transações correntes/PIB”. Nota-se que em todos os anos o país foi deficitário nas transações correntes, contudo, houve uma mudança importante, uma vez que entre 2011 e 2015 o indicador sempre ficou abaixo dos -3% e entre 2016 e 2020 isso ocorreu apenas uma vez (2019), mostrando que os déficits em relação ao PIB foram menores na segunda metade da década. Uma boa parte da explicação para esse movimento é o baixo dinamismo da atividade econômica observado após 2015, que reduz as importações de bens e serviços e reduz em menores lucros a serem remetidos, mostrando que pode ser uma melhora apenas conjuntural – vale notar que 2019 já voltou ao patamar de -3,6% em relação ao PIB, mesmo com pouco dinamismo econômico, movimento arrefecido pela crise da Covid em 2020.

No Grupo F, baseado em Medeiros e Serrano (2001), tal qual mostrado na seção 2.1, mostra-se uma forma de analisar a solvência externa. Nota-se que a taxa de crescimento das exportações apresentou 3 grandes saltos positivos (2011, 2017 e 2018), contudo, no restante dos anos todas as taxas foram negativas – como resultado, ao longo do período as exportações de bens caíram de US\$ 255

bilhões para US\$ 210 bilhões. Dado que em todos os anos a rentabilidade do passivo externo foi positiva, pode-se deduzir que os resultados em termos de sustentabilidade da trajetória do passivo externo foram ruins, indicando que a manutenção deste padrão é insustentável, sendo necessário reverter essa diminuição das exportações para poder fazer frente ao pagamento das rendas oriundos do passivo externo, caso contrário a *vulnerabilidade-fluxo* poderá gerar problemas no futuro.

Em suma, alguns apontamentos da subseção: a) rentabilidade do passivo externo foi maior do que a do ativo externo em todos os anos, redundando em uma *vulnerabilidade-fluxo*; b) a maior rentabilidade, tanto do ativo quanto do passivo externo, advém dos investimentos diretos; c) levantou-se a questão do quanto é interessante para o país ter ativos externos na forma de investimento em carteira e outros investimentos, dado que as reservas tem maior segurança e o investimento direto maior rentabilidade; d) a partir dos indicadores do Grupo A, o que se pode depreender é que houve uma melhora da vulnerabilidade externa nos momentos de crise, uma vez que: d.i) o saldo da PII tende a se reduzir nas crises; d.ii) o país possui relativamente mais reservas internacionais para enfrentar-los; d.iii) as exportações também se expandiram em termos relativos à PII; e) ocorreu uma queda no pagamento de rendas ao longo da década, mesmo que por fatores conjunturais, gerando uma melhora nos indicadores de *vulnerabilidade-fluxo*, sendo algo favorável porque ocorreram em momentos de crise, apesar de não ser algo perene; f) o país tem uma dívida externa do setor público menor do que as reservas internacionais, sendo essas maiores do que a dívida externa total, caracterizando uma boa situação em termos da *vulnerabilidade-estoque* e ajudando a explicar, em parte, porque o país tem sido menos atingido em momentos de crise externa; g) o país foi deficitário nas transações correntes em todos os anos, sendo que o indicador “transações correntes/PIB” sempre ficou abaixo dos -3% entre 2011 e 2015, sendo que entre 2016 e 2020 isso ocorreu apenas uma vez, sendo tal melhoria gerada pelo baixo dinamismo da atividade econômica observado após 2015, mostrando que pode ser uma melhora apenas conjuntural; h) os resultados em termos de sustentabilidade da trajetória do passivo externo foram ruins, indicando que a manutenção deste padrão é insustentável, sendo necessário reverter a diminuição das exportações para poder fazer frente ao pagamento das rendas oriundos do passivo externo, caso contrário a *vulnerabilidade-fluxo* poderá gerar problemas no futuro.

### **3.4 Vulnerabilidade externa decorrente da PII e do fluxo de rendas: 2011-2020**

Tal que debatido na seção 2, o arcabouço da pesquisa preconiza para a existência de uma *vulnerabilidade-fluxo* e para uma *vulnerabilidade estoque*. Em relação à primeira, considera-se que a circularidade entre os fluxos de pagamentos das rendas externas e a determinação do passivo externo acaba gerando uma dependência em relação às entradas de capitais internacionais, isto é, o país tem uma vulnerabilidade externa potencial causada pela dependência de atrair financiamento para poder honrar o pagamento das rendas externas. As demais contas das transações correntes, como a balança comercial e de serviços, apenas exacerbam ou suavizam essa tendência. Complementando, a manifestação da vulnerabilidade externa acontece somente em alguns períodos específicos, gerando dificuldades para economia do país, já que geralmente são acompanhados pela redução das entradas de

capitais que sustentavam a circularidade, gerando constrangimentos para os pagamentos das rendas externas, aspecto esse que tende a redundar em crises externas. Portanto, defende-se que o efeito circularidade ocorre ao longo de vários períodos e gera as condições para que em algum momento futuro a vulnerabilidade potencial se manifeste.

Já em relação à *vulnerabilidade-estoque*, aponta-se para as necessidades de divisas por conta dos pagamentos de eventuais amortizações dos empréstimos e financiamentos externos e/ou para as saídas dos investidores estrangeiros, isto é, os detentores dos passivos externos podem optar por se desfazer desses estoques, gerando situações de aprofundamento das necessidades de divisas, podendo redundar em crises externas. Um elemento importante neste debate é relacionado com a variação de valor dos estoques, denominado de efeito GDN (ganho de detenção nominal dos ativos), aspecto que pode gerar resultados positivos ou negativos para a vulnerabilidade externa. Esse efeito GDN é bastante influenciado pela denominação da moeda dos passivos externos, sendo que um passivo externo majoritariamente denominado em moeda doméstica tende a se desvalorizar na crise.

Esta seção mostrará os determinantes da evolução da PII da economia brasileira ao longo do período 2011-2020, analisando-se como a mencionada circularidade evoluiu, criando as condições de manifestação da vulnerabilidade externa potencial, assim como a evolução da *vulnerabilidade-estoque*. Para tanto, com base em Noije (2014.a), será feita uma estimativa dos fatores que levaram à variação do saldo da Posição Internacional de Investimentos, realizando-se uma comparação com os saldos das transações correntes. De acordo com o método, a diferença entre a variação do saldo da PII e o saldo das transações correntes é decorrente do fator GDN<sup>17</sup>. Pela metodologia, a variação do saldo da PII pode ser gerada por dois fatores<sup>18</sup>: pelo efeito GDN e pelo saldo das transações correntes. Para ilustrar, mostra-se um exemplo: em 2016, de acordo com a Tabela 5, o saldo das transações correntes foi de US\$ -30,5 bilhões e a variação da PII foi de US\$ -191,9 bilhões. Desse modo, estima-se que 15,9% ( $-30,5/-191,9 = 0,159$ ) da variação do saldo da anual da PII em 2016 foi gerado pelo resultado das transações correntes, enquanto o efeito GDN explica 84,1% dessa variação.

---

<sup>17</sup> Tal qual apresentado na seção 1, a diferença também poder ser causada pelo efeito OMV.

<sup>18</sup> A metodologia permite inferir quais mudanças no saldo da PII são gerados pelos fluxos do BP e quais são geradas por variação de valor dos estoques. Além disso, no âmbito dos fluxos, pode-se analisar o quanto as rendas líquidas enviadas impactaram na variação da PII, uma vez que as transações correntes foram desagregadas em dois grupos: i) balanço de Rendas; ii) balança Comercial e de Serviços.

**Tabela 5.** Brasil: Variação do saldo da PII, Ganho de Detenção Nominal e contas das Transações Correntes (US\$ bilhões). Participação de fatores geradores nas variações da PII (%): 2011-2020

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Período
Rendas	-70,3	-64,4	-38,0	-49,8	-38,3	-41,8	-43,5	-59,1	-57,5	-38,4	<b>-501,0</b>
Comer + Servi	-13,3	-28,3	-50,4	-60,7	-25,1	11,3	18,1	4,3	-10,6	10,2	<b>-144,5</b>
TC	-83,6	-92,7	-88,4	-110,5	-63,4	-30,5	-25,3	-54,8	-68,0	-28,2	<b>-645,4</b>
PII	-820,4	-794,8	-723,9	-705,9	-374,7	-566,6	-645,2	-595,4	-785,7	-552,2	n.a.
Variação PII	85,8	25,5	70,9	18,0	331,2	-191,9	-78,6	49,9	-190,3	233,5	<b>354,0</b>
GDN	169,4	118,2	159,3	128,5	394,6	-161,4	-53,3	104,7	-122,3	261,7	<b>999,4</b>
Rendas/Variação PII	-81,9%	-252,3%	-53,6%	-276,6%	-11,6%	21,8%	55,3%	-118,4%	30,2%	-16,4%	<b>-141,5%</b>
(Comer + servi)/Variação PII	-15,5%	-110,8%	-71,1%	-337,3%	-7,6%	-5,9%	-23,1%	8,6%	5,5%	4,4%	<b>-40,8%</b>
TC/Variação PII	-97,4%	-363,1%	-124,6%	-613,8%	-19,1%	15,9%	32,2%	-109,9%	35,7%	-12,1%	<b>-182,3%</b>
GDN/Variação PII	197,4%	463,1%	224,6%	713,8%	119,1%	84,1%	67,8%	209,9%	64,3%	112,1%	<b>282,3%</b>

Notas: TC= Transações Correntes; Comer + Servi = Balança Comercial + Balança de Serviços + Transferências Unilaterais; Variação PII = variação anual da PII; GDN = ganho de detenção nominal; n.a. = não se aplica.

Fonte: BCB (2023). Elaboração própria.

Como visto, o Brasil é um país estruturalmente deficitário em rendas, sendo que entre 2011 e 2020 os resultados seguiram essa tendência, tendo um déficit acumulado de US\$ 501 bilhões. Além disso, tal qual pode ser visto na Tabela 5, em todos os anos o país necessitou de financiamento do resto do mundo por conta de déficits em transações correntes, enquanto a soma da balança comercial e de serviços só passou a ser superavitária a partir de 2016, amenizando um pouco a circularidade. Contudo, conforme apresentado na seção 2, a partir de 2015, o país passou por uma recessão, ou seja, esses saldos positivos aconteceram somente em contexto de baixo dinamismo econômico, sendo que em 2019 o país já voltou a apresentar déficit na soma dessas contas. Assim, considera-se que o Brasil apresentava uma *vulnerabilidade-fluxo*, com a necessidade de gerar divisas para o pagamento de rendas.

Apesar disso, vale destacar que em nenhum momento da década ocorreu uma manifestação da vulnerabilidade externa por conta desse fator. Conforme apresentado, a crise de 2015 foi gerada principalmente por fatores domésticos, enquanto a crise de 2020 foi gerada pelas paralisações da atividade econômica em virtudes sanitárias.

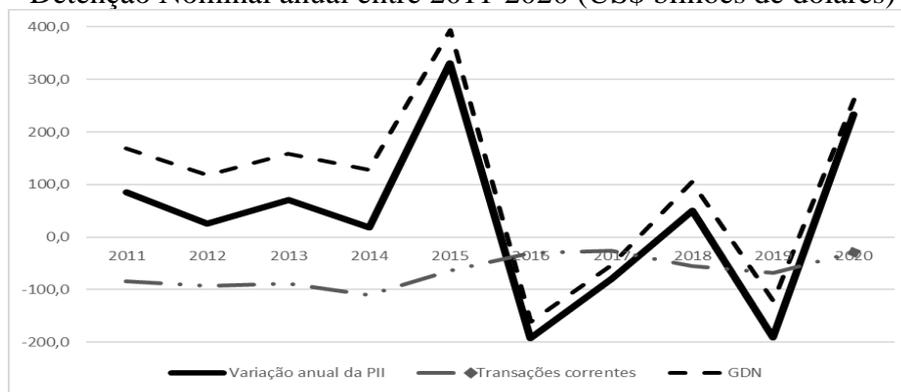
Para se estimar qual a participação das rendas líquidas enviadas na variação do saldo da PII, utiliza-se o indicador Rendas/Variação anual da PII. De acordo com a Tabela 5, nota-se, no período 2011-2020, que as rendas líquidas foram responsáveis por -141,5% da variação total da PII, isto é, foram no sentido contrário ao movimento do saldo dos estoques externos. Tal resultado, não trivial, ocorreu porque o saldo da PII melhorou ao longo da década. Assim, os déficits nas outras contas tiveram resultado similar, com um efeito de -40,8% na variação da PII no período, enquanto as transações correntes explicaram -182,3% da variação do saldo da PII. Dessa maneira, verifica-se o grande protagonismo do efeito GDN para gerar as variações no saldo da PII, explicando 282,3% do resultado.

Isso pode ser visualizado no Gráfico 2, quando se percebe que a variação anual do saldo da PII foi praticamente toda explicada pelo efeito GDN, sendo que em boa parte dos anos o saldo de transações correntes não explica nem o sentido dessa variação (exemplo: em anos com déficits nas transações correntes a PII se tornou menos negativa, em sentido contrário ao que seria esperado). Assim, a evolução de valor dos ativos e passivos externos adquire uma lógica quase que completamente “independente”

dos movimentos dos fluxos, apresentando uma lógica determinada pelas variações de preços dos próprios ativos e da taxa de câmbio, acentuando uma lógica de especulação financeira.

Dessa maneira, a mencionada circularidade deixa de ser um elemento central para explicar a dinâmica de evolução dos estoques externos da economia brasileira, marcando uma ruptura com um padrão que vinha sendo observado desde ao menos a década de 1950, tal qual apontado nos trabalhos de Noije (2014.a), Pires, Noije e De Conti (2019). Vale destacar, de acordo com Noije e De Conti (2016), que nos anos 2001-2010 esta dinâmica de circularidade ainda foi responsável por explicar 66% da variação do saldo da PII, enquanto o efeito GDN explicou 79%, isto é, os fluxos ainda tinham um componente importante na dinâmica de evolução dos estoques externos. Já o efeito GDN já era o mais importante, contudo, no período 2011-2020 esse protagonismo ficou ainda mais exacerbado.

**Gráfico 2.** Brasil: Variação anual do saldo da PII, saldo das Transações Correntes e Efeito Ganho de Detenção Nominal anual entre 2011-2020 (US\$ bilhões de dólares)



Notas: PII = Posição Internacional de Investimentos; GDN: ganho de detenção nominal dos estoques da PII.  
Fonte: BCB (2023). Elaboração própria.

Outro elemento fundamental que pode ser percebido no Gráfico 2, tal qual já apontado nas outras subseções, é que em dois anos de irrupção de crises na economia brasileira, em 2015 e 2020, nota-se uma grande melhora no saldo da PII, de ao menos US\$ 200 bilhões de dólares em cada ano, gerado pelo efeito GDN, fazendo com que as possíveis dificuldades incorridas por conta dos estoques externos se reduzam justamente nos piores momentos.

Por fim, pode-se concluir pela diminuição da *vulnerabilidade-estoque* da economia brasileira ao longo da década, pelos seguintes motivos: i) o valor dos estoques externos tende a se reduzir nos momentos das crises externas; ii) de acordo com a Tabela 5, percebe-se que, a despeito do déficit em transações correntes de US\$ 645 bilhões ao longo da década, o que indicaria uma piora no saldo da PII, ocorreu algo raro na economia brasileira ao longo de uma década, que é uma melhora do saldo da PII, ou seja, uma diminuição do passivo externo líquido em US\$ 354 bilhões; iii) ao longo da década, de acordo com a Tabela 5, o efeito GDN foi favorável a economia doméstica em quase 1 trilhão de dólares, ajudando a explicar os menores problemas que a economia incorreu em sua vulnerabilidade externa.

### Considerações Finais

O arcabouço da pesquisa preconiza a existência de uma *vulnerabilidade-fluxo* e uma *vulnerabilidade estoque*. Em relação à primeira, considera-se que a circularidade entre os fluxos de

pagamentos das rendas externas e a determinação do passivo externo gera uma dependência em relação às entradas de capitais internacionais. Defende-se que o efeito circularidade ocorre ao longo de vários períodos e cria as condições para que em algum momento futuro a vulnerabilidade potencial, tal qual apresentado na seção 2.1., se manifeste. Como visto na seção 2.2, entre 2011 e 2020 a conjuntura internacional foi caracterizada por uma tendência de desaceleração do comércio internacional, com queda do preço das commodities, ao passo que foram praticadas reduzidas taxas de juros internacionais. Internamente, a economia brasileira atravessou uma fase de estagnação do PIB, embora tenha alternado período de queda e parcial recuperação.

Contudo, um resultado importante da pesquisa, ao contrário do que costuma se observar ao longo de sua história, foi que o valor das rendas líquidas primárias enviadas ao exterior sofre uma queda de valor ao longo do período 2011-2020. Isso significa uma menor vulnerabilidade externa sob a ótica do presente estudo, por gerar uma menor necessidade de financiamento do BP, entretanto, tem um lado não virtuoso, que é decorrente do baixo dinamismo da atividade econômica observado ao longo da década e que se refletiu em menores lucros a serem remetidos. Adicionalmente, vale mencionar que ao longo da década foram remetidas rendas de US\$ 501 bilhões, valor bastante expressivo.

A rentabilidade do passivo externo nos anos 2011-2020 foi sempre significativamente maior do que a do ativo externo, sendo que a estimativa da rentabilidade total para o período indicou 4,4%, em termos anuais, para o passivo externo e 1,8% para o ativo externo. Dessa forma, mostra-se uma corroboração da teoria da hierarquia das moedas e considerar-se-á que o Brasil arcou com uma vulnerabilidade externa sob a ótica do *efeito rentabilidade*. Isso tem implicações para a política econômica, uma vez que a abertura da conta capital e financeira facilita a entrada dos capitais que não sejam diretamente vinculados às transações correntes, gerando a formação de ativos e passivos externos de forma simultânea e de mesmo valor (ex: entrada de capital para investimento na bolsa de valores que acaba virando reserva internacional, redundando na formação de um passivo externo do mesmo valor que o ativo externo). Dado o diferencial de rentabilidade entre eles, preconiza-se que tal situação ampliará o déficit estrutural da conta de rendas.

Além disso, os resultados em termos de sustentabilidade da trajetória do passivo externo foram ruins, o que indica que a manutenção deste padrão é insustentável. Assim, seria necessário reverter a diminuição das exportações, que ocorrem no período, para poder fazer frente ao pagamento das rendas oriundos do passivo externo, caso contrário a *vulnerabilidade-fluxo* poderá gerar problemas no futuro.

Já em relação à *vulnerabilidade-estoque*, aponta-se para as necessidades de divisas por conta dos pagamentos de eventuais amortizações dos empréstimos e financiamentos externos e/ou para as saídas dos investidores estrangeiros, isto é, os detentores dos passivos externos podem optar por se desfazer desses estoques, e aprofundar assim as necessidades de divisas, podendo redundar em crises externas. Um elemento importante neste debate é relacionado com a variação de valor dos estoques, aspecto que pode redundar em resultados positivos ou negativos para a nossa vulnerabilidade externa.

Alguns apontamentos sobre a *vulnerabilidade-estoque* da economia brasileira nos anos 2011-2020: i) o passivo externo foi sempre maior do que o ativo externo, o que indica, no atual arcabouço, uma vulnerabilidade externa decorrente de sua situação patrimonial; ii) ocorreu algo não usual para uma década, que foi uma grande redução do saldo negativo da PII, passando de US\$ -820 bilhões para US\$ -552 bilhões; iii) as reservas internacionais se mantiveram em patamar elevado, acima da dívida externa, o que foi algo benéfico para as contas externas; iv) o país conseguiu manter um passivo externo relativamente constante ao longo de 2011 a 2020, apesar dos elevados déficits em transações correntes observados no período, principalmente por conta da queda de valor desse estoque externo; v) em linha com o apresentado no item anterior, em momentos de crises, com fuga de capitais e desvalorização cambial, como em 2015 e 2020, a redução de valor do passivo externo foi um fator que ajudou a mitigar as possíveis dificuldades que o país incorreria, sendo que, ao longo da década, o efeito Ganho de Detenção Nominal foi favorável a economia doméstica em quase 1 trilhão de dólares, resultado que ajuda a explicar os menores problemas que a economia incorreu em sua vulnerabilidade externa.

Diante do exposto, conclui-se que os anos 2011-2020 marcaram um período peculiar da economia brasileira, em que se observou uma crise econômica que não foi gerada pelo setor externo, mas por fatores internos. Considera-se que no início dos anos 2020 a economia brasileira continua padecendo do efeito circularidade entre os passivos externos e os pagamentos de rendas, situação que amplia a necessidade de financiamentos externos. Contudo, essa dependência em relação aos capitais internacionais, aspecto estrutural e condicionante da economia do país, apresenta-se em uma nova configuração, uma vez que nos momentos de crises é observada a expressiva redução de valor do passivo externo, o que mitiga as dificuldades geradas por elas e caracteriza, por sua vez, uma menor vulnerabilidade externa, na ótica financeira, da economia brasileira.

### **Referências Bibliográficas**

- ARAUJO, M. S. *Estimativa dos Ganhos de Detenção Nominais de ativos financeiros: uma aplicação para as estatísticas de Balanço de Pagamentos e de Posição Internacional de Investimento*. In: IBGE. II Encontro Nacional de Produtores e Usuários de Informações Sociais, Econômicas e Territoriais, 2006.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Séries Temporais*. 2023 Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>.
- BIANCARELLI, A., ROSA, R.; VERGNHANINI, R. (2018). O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise. Texto para discussão. UNICAMP/IE, Campinas, n296, mayo 2017
- \_\_\_\_\_. (2017) Ciclos de liquidez global e crédito doméstico: canais de transmissão e a experiência brasileira recente. Artigo apresentado na ANPEC, Noviembre 2017
- BLACK, C. (2015) Preços de commodities, termos de troca e crescimento econômico brasileiro nos anos 2000. *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, v. 42, n. 3, p. 27-44.
- CARNEIRO, R. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp, IE-UNICAMP, 2002.
- CARNEIRO, R.; BALTAR, P.; SARTI, F. (Org.). *Para além da política econômica*. São Paulo: Editora Unesp Digital, 2018.
- CARVALHO, M.; CARNEIRO, V. Breve nota sobre a regressão socioeconômica e o setor externo brasileiro entre 2015 e 2021. *Brazilian Keynesian Review*, v. 8, n. 2, p. 235-247, 2022.
- CHERNAVSKY, E.; DWECK, E.; TEIXEIRA, R. A. Descontrole ou inflexão? A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica. *Economia e Sociedade*, IE-UNICAMP, v. 29, n. 3, p. 811–834, setembro de 2020.

CYSNE, R. P. *Passivo Externo Líquido Versus Dívida Externa Líquida*, 2008. Disponível em: <[www.fgv.br/professor/rubens/HOMEPAGE/ARTIGOS E REPORTAGENS DE POL ECON/Artigos Publicados/2008/Passivo%20Externo.pdf](http://www.fgv.br/professor/rubens/HOMEPAGE/ARTIGOS_E_REPORTAGENS_DE_POL_ECON/Artigos_Publicados/2008/Passivo%20Externo.pdf)>. Acesso em 16 de novembro, 2009.

DWECK, E.; ROSSI, P.; OLIVEIRA, A. L. M. (Org.). *Economia pós-pandemia: Desmontando os mitos da austeridade fiscal e construindo um novo paradigma econômico no Brasil*. São Paulo – SP: Autonomia Literária, 2020.

FMI. Quadro de Avaliação da Qualidade dos Dados Das Estatísticas da Dívida Externa. Departamento de Estatística. Julho de 2003.

GONÇALVES, R. Capítulo V. In: GONÇALVES, R (et al.) *A Nova Economia Internacional: Uma Perspectiva Brasileira*. São Paulo: Campus, 1998.

\_\_\_\_\_. Maxidesvalorização, vulnerabilidade externa e a crise brasileira. *Revista Ensaios FEE*, Vol. 27, número 1, pág 50-69, Porto Alegre (RS),1999.

\_\_\_\_\_. *Economia Política Internacional: fundamentos teóricos e as relações internacionais do Brasil*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2005.

LARA, F. M. Comportamento do passivo externo líquido brasileiro entre 2001 e 2013: o papel dos fatores patrimoniais. *Indicadores Econômicos FEE* (Online), v. 42, p. 9-22, 2014.

LAPLANE, E.G (2020). *Jerarquia de monedas, soberanía monetaria y autonomía económica: la experiencia argentina entre 2003 – 2018*. Tese de doutorado, Universidade Estadual de Campinas. Campinas/SP.

MEDEIROS, C. A. de; SERRANO, F. “Inserção externa, exportações e crescimento”. In: FIORI, José Luís; MEDEIROS, Carlos. *Polarização mundial e crescimento*. Petrópolis, Rio de Janeiro, Vozes, 2001, 105-134.

NOIJE, P. V. A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas: uma análise da economia brasileira no período 1953-1963. *Economia e Sociedade*, v. 23, p. 539-576, 2014a.

NOIJE, P.V. Vulnerabilidade externa e composição da posição internacional de investimentos: Brasil 2001-2010. *Brazilian Journal of Political Economy*, 34, 471-484, 2014b.

NOIJE, P.V.; De CONTI, B.M. A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas da economia brasileira no período 2001-2010. *Nova Economia* 26, p. 207-239, 2016.

OCAMPO, J.A. (2007). La macroeconomía de la bonanza latinoamericana. *Revista de la CEPAL* nro 93. Diciembre 2007.

PIRES, J. M., NOIJE, P. V., & CONTI, B. M. D.. Vulnerabilidade externa brasileira nos anos 1980: uma análise a partir da posição internacional de investimentos e do fluxo de rendas. *Análise Econômica*, 37(72), 2019.

PREBISCH, R. “O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus principais problemas [Manifesto Latino-Americano]”. In: PREBISCH, R.. *O Manifesto Latino-Americano e outros ensaios*. Organização e introdução Adolfo Gurrieri. Prefácio Ricardo Bielschowsky. Tradução de Vera Ribeiro, Lisa Stuart, César Benjamin. Rio de Janeiro, Contraponto; Centro Internacional Celso Furtado, 2011[1949], pp. 15-92.

ROSA, R, S. *Passivo externo e “desdolarização”: a vulnerabilidade externa brasileira em mutação*. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia, Unicamp, Campinas, São Paulo, 2016.

SERRANO, F. (2013). A mudança na tendência dos preços das commodities nos anos 2000: aspectos estruturais. *Revista Oikos*. Vol 12. N.2

SERRANO, F.; SUMMA, R. Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014. *Center for Economic and Policy Research*, agosto 2015.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Conflito distributivo e o fim da “breve era de ouro” da economia brasileira. *Novos Estudos CEBRAP*, v. 37, n. 1, p. 175-189, agosto 2018.

VERGNHANINI, R.; BIANCARELLI, A. Papel dos fluxos financeiros e da poupança externa no desenvolvimento econômico: três abordagens no debate brasileiro. *Nova Economia*, v.31, n.3 p.705-728, 2021.