

O impacto da coronacrise no setor externo da economia brasileira: as evidências iniciais e as ameaças maiores

André Biancarelli¹, Renato Rosa², Rodrigo Vergnhanini³

1. Introdução

Como discutido em nota anterior⁴, os contornos dramáticos da coronacrise se veem reforçados pelo fato desta ser ao mesmo tempo uma crise doméstica e da economia internacional. Praticamente todos os países do globo sofrem com a paralisação de suas atividades econômicas, ao mesmo tempo que começam a experimentar as consequências de um colapso histórico nas relações internacionais. A forte contração do comércio internacional, a queda de mais de 30% em média nos preços de *commodities* e o mais intenso *sudden stop* já verificado nos fluxos de capital (especialmente para os países periféricos), sintetizam o quadro adverso.

Divulgadas na última semana de abril, as estatísticas do setor externo da economia brasileira⁵ permitem completar aquela análise com os primeiros sinais dos impactos da crise no Brasil, por estes canais. Nas páginas que se seguem, procura-se argumentar que esses impactos iniciais: i) foram como esperados muito mais rápidos e intensos na Conta Financeira (que experimenta uma fuga de capitais sem precedentes, concentrada em Investimentos de Carteira) do que nas Transações Correntes (que tendem a se ajustar e caminhar em superávit mesmo com as dificuldades das exportações); ii) melhoram as condições patrimoniais – posição externa líquida, indicadores de endividamento, solvência e liquidez – por conta principalmente da composição dos passivos externos do país; e iii) acentuam a principal ameaça à situação externa da economia brasileira – a perda acelerada de reservas internacionais – seja pelo próprio fluxo de divisas, seja pela postura do Banco Central no mercado de câmbio.

Como hipótese preliminar, tão provisória quanto tudo que pode ser dito sobre atualmente sobre o mundo em pandemia, pode-se dizer que no Brasil os problemas internos da coronacrise tendem a ser mais importantes para determinar a profundidade da tragédia econômica do que as adversidades vindas de fora. Porém, dado o ritmo da fuga de capitais e sua consequência imediata – a perda de reservas – toda cautela seria pouca também com a

¹ Professor Associado I e Diretor do IE/Unicamp (período 2019-23).

² Doutor em Teoria Econômica pelo IE/Unicamp.

³ Professor Adjunto do IE/UFRJ.

⁴ Biancarelli, A.; Rosa, R.; Vergnhanini, R. A coronacrise, a economia global e a periferia: uma síntese do choque em curso. Nota do Cecon n. 12, 14/04/ 2020. <http://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/nota-cecon-n12-14-04-2020.pdf>

⁵ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estatísticas do Setor Externo. Nota para a Imprensa. 24 de abril de 2020. https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/docs_estatisticassetorexterno/Nota%20para%20a%20imprensa%20-%20Estat%20C3%ADsticas%20Setor%20Externo.pdf

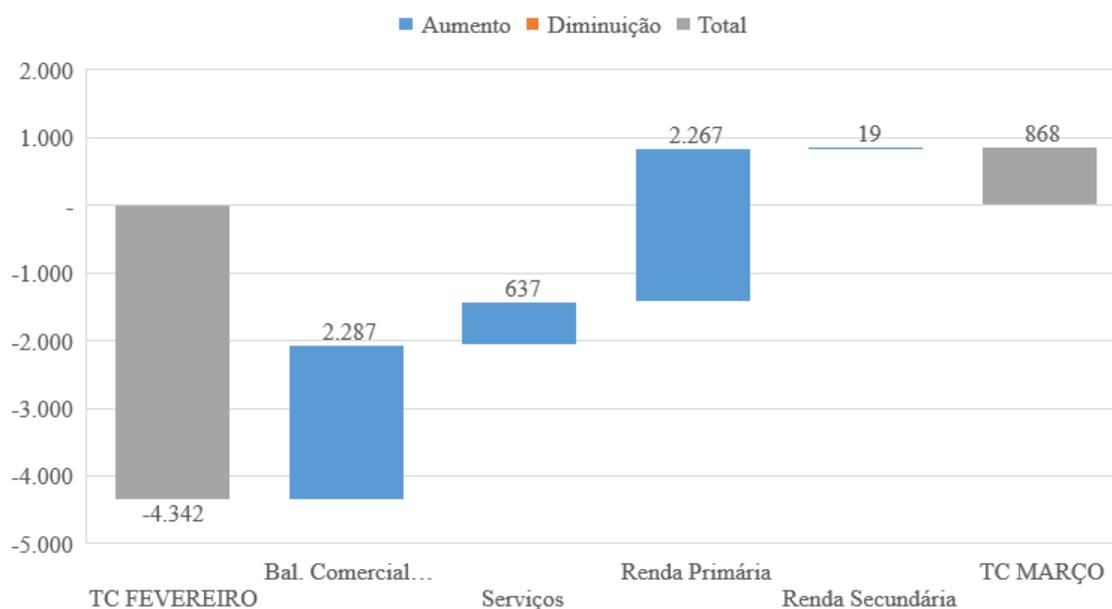
dimensão externa, obviamente. A postura do governo brasileiro, no entanto, como de resto nas outras dimensões da crise, só permite antever o agravamento, e não a atenuação, das dificuldades.

2. Balanço de Pagamentos

2.1. Transações Correntes

Após 32 meses consecutivos de déficits em Transações Correntes, a economia brasileira registrou um tímido superávit, de US\$ 868 milhões, no mês de março de 2020. Contudo, os resultados acumulados no ano (US\$ -15,2 bilhões) e nos últimos doze meses (US\$ -49,6 bilhões, o que corresponde a -2,8% do PIB) permanecem consideravelmente deficitários. Em relação a fevereiro (déficit de US\$ -4,3 bilhões), o resultado apresentou uma melhora no montante de US\$ 5,2 bilhões, sendo que 44% desta variação deve-se à ampliação do saldo na balança comercial (aumento de US\$ 2,3 bilhões), 12,2% na redução no déficit em Serviços (em US\$ 637 milhões) e 43,4% na redução no déficit de Renda Primária (em US\$ 2,3 bilhões) (ver Gráfico 1). Portanto, todas as principais subcontas das contribuíram para a conversão do déficit de fevereiro em superávit em março, como pode ser visto no Gráfico 1. Reversões, às vezes muito acentuadas, na Conta Corrente são comuns em episódios de crise. As verificadas aqui, no entanto, só refletem os primeiros efeitos econômicos da pandemia, e mesmo assim parcialmente.

Gráfico 1. Transações Correntes e variação das principais subcontas, US\$ milhões, fev/mar 2020



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

No mês de março, as exportações de bens aumentaram 22,4% em relação a fevereiro (e 10,6% em relação a março de 2019) e as importações cresceram 9% na comparação com

mês anterior (e 10,9% relativo a março de 2019), resultando na melhora do saldo comercial de bens em US\$ 2,3 bilhões, mas isso certamente não tem relação com a crise do coronavírus. Ao contrário, é provável que as variações decorram da defasagem contábil típica dos fluxos de comércio, tanto pelo tempo de escoamento e embarque dos produtos, como pela duração dos contratos. Olhando para frente, dados preliminares divulgados pela Secretaria de Comércio Exterior já indicam queda dos fluxos comerciais para o mês de abril, com retração mais intensa nas importações e portanto ampliação do saldo comercial⁶.

Ademais, estudo publicado pelo IPEA (2020)⁷ no último dia 28 de abril, estima que as exportações brasileiras devem cair entre 11% e 20% nesse ano, em resposta à desaceleração do comércio global e à piora nos preços de *commodities*. Mesmo adotando as previsões mais otimistas (e totalmente ultrapassadas neste momento) da OMC e do FMI para o crescimento da economia brasileira em 2020 (respectivamente 2,5% e 3,0%), o estudo já estimava também uma redução aproximada de 20% nas importações. Com alguma certeza, portanto, pode-se afirmar que a maior contração das importações irá continuar gerando melhora no saldo comercial ao longo do ano, ainda que com queda forte no total dos fluxos comerciais.

Com relação à conta de Serviços, a redução do déficit esteve associada à melhora nas modalidades “outros serviços de negócio, inclusive arquitetura e engenharia” (elevando seu superávit em US\$ 334 milhões), viagens internacionais (redução do déficit em US\$ 176 milhões) e “telecomunicações, computação e informações” (redução do déficit em US\$ 135 milhões). Destas, apenas o recuo nas viagens internacionais parece ter relação com a pandemia: além da queda da renda (principalmente futura) e do alto patamar do câmbio, certamente as restrições ao fluxo de viajantes internacionais já se fazem notar aqui. Na conta de rendas primárias, o mês de março observou uma saída em montante US\$ 2,3 bilhões menor do que a observada em fevereiro. Essa variação deveu-se quase totalmente à menor remessa de lucros e dividendos de empresas estrangeiras em operação no país, provavelmente já refletindo a piora no ritmo de atividade econômica.

Portanto, ainda que se possa argumentar que as contas de comércio, de serviços e de rendas tenham se deteriorado estruturalmente ao longos dos últimos anos (ou décadas), em momentos de forte contração na economia doméstica, como o atual, essas contas tendem a se ajustar e permitir uma melhora no resultado nas transações correntes. Não se trata, obviamente, de ajuste virtuoso. E como esperado, os dados de março já parecem refletir alguns efeitos iniciais da coronacrise sobre a economia brasileira, tendo apresentado o primeiro superávit em transações correntes desde junho de 2017. Mas isso certamente ainda vai se acentuar: a estimativa do Banco Central para o mês de abril é a ampliação desse superávit para US\$ 2 bilhões, já computando os efeitos mais definitivos da crise sobre os fluxos de comércio externo.

⁶ Considerando dados até a 4ª semana de abril, divulgados pela Secretaria de Comércio Exterior, já se contabilizava uma expansão nas exportações de apenas 3,5% e redução nas importações em 12% na média diária em relação a fevereiro de 2020, projetando saldo comercial de US\$ 5 bilhões para o mês.

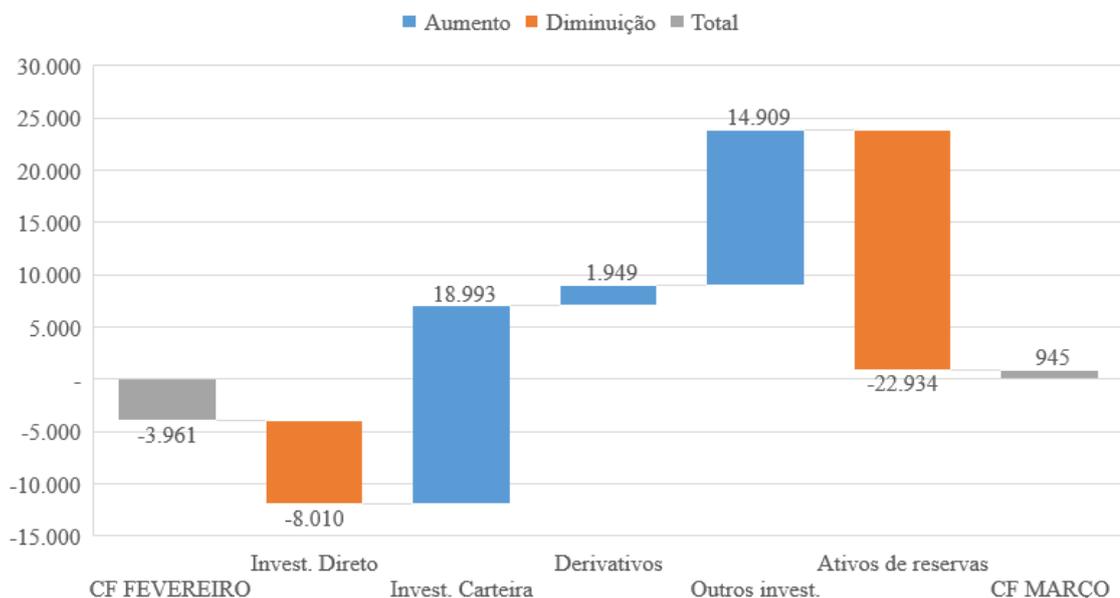
⁷ IPEA. Cenários para o comércio exterior brasileiro (2020-2021): estimativas dos impactos da crise da covid-19. Nota técnica n. 17. Diretoria de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais. Abril de 2020. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/nota_tecnica/200428_nt_dinte_17.pdf

Há, contudo, dois pontos a serem considerados sobre efeitos potencialmente negativos da COVID-19 sobre o balanço de transações externas da economia brasileira: i) em se tratando de uma crise não apenas doméstica, mas de proporções globais e com grande impacto sobre o comércio e os preços de *commodities*, é incerto em que medida a queda nas exportações brasileiras afetará o ajuste na conta comercial; ii) ainda que as necessidades de financiamento nas transações correntes se reduzam, como tipicamente ocorre, o país pode ter problemas nas contas externas caso as condições de financiamento piorem a ponto de gerarem perda expressiva de reservas. Por este lado, a intensidade e a velocidade das mudanças são muito mais intensos.

2.2. Conta Financeira

Pelo lado da Conta Financeira, os efeitos de uma crise global tendem a se manifestar de maneira bem mais rápida, a partir da fuga de capitais e da interrupção, ou racionamento, da disponibilidade de financiamento externo. Os sintomas, aqui, são inequívocos.

Gráfico 2. Conta Financeira e variação das principais subcontas, US\$ milhões, fev/mar 2020



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Após registrar déficit de US\$ -3.961 milhões em fevereiro de 2020, a conta financeira evoluiu para um superávit US\$ 945 milhões em março⁸ - uma variação positiva de US\$ 4,9 bilhões. O Gráfico 2 ilustra as principais contribuições para esse resultado. É importante esclarecer que, de acordo com as convenções da atual metodologia do Balanço de Pagamentos (BPM6), o sinal negativo representa captações líquidas (entrada de recursos no país) e o sinal positivo significa concessões líquidas (saída de recursos). Como, além disso, a

⁸ Contabilmente, o resultado da Conta Financeira não se iguala ao computado nas Transações Correntes somente devido aos registros pouco expressivos da Conta de Capital e Conta de Erros e Omissões.

variação de reservas também está incluída na Conta Financeira, a visualização e compreensão das oscilações no financiamento pode ficar dificultada – neste caso, bastante amenizada. De maneira simplificada, pode-se adiantar que ao contrário dos US\$ 5 bilhões sugeridos pela cifra líquida, a retração nos fluxos de capital em apenas um mês foi de quase US\$ 28 bilhões. O detalhamento explicita os contornos da fuga.

Contribuíram para a maior saída líquida de capitais as contas de Investimentos em Carteira (que ampliaram suas retiradas em US\$ 18.993 milhões a mais que no mês anterior), Derivativos (US\$ 1.949 milhões) e Outros Investimentos (US\$ 14.909 milhões). Esse grande movimento de retirada de capitais da economia brasileira (cerca de US\$ 35 bilhões) foi amortecido pela conta de Investimento Direto, que apresentou ingressos US\$ 8.010 milhões maiores que os registrados em fevereiro. A conta Ativo de Reservas mostrou variação negativa de US\$ 22,9 bilhões em relação a fevereiro de 2020 – o que significa exatamente que o país perdeu quase US\$ 23 bilhões de reservas, “financiando” dessa maneira a saída de capitais recém-descrita.

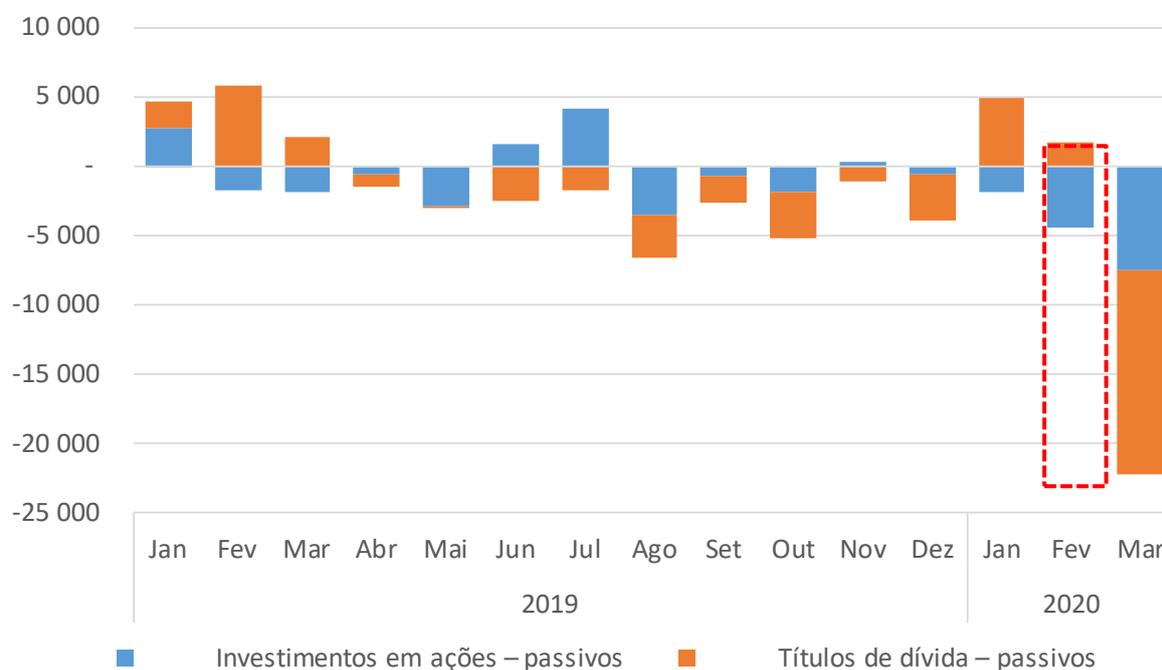
A captação líquida de US\$ 12,9 bilhões na conta de Investimento Direto registrada em março foi beneficiada pela reversão dos fluxos de Investimentos Diretos no Exterior (representando desinvestimentos por parte de empresas residentes, provavelmente também já fruto da crise). Somente essa modalidade explica US\$ 6,4 bilhões (ou 80%) do acréscimo registrado na conta de Investimentos Diretos. Em menor medida, contribuiu também a ampliação nas captações de Investimento Diretos no País (quase exclusivamente com a modalidade Operações Intercompanhia⁹), num acréscimo de US\$ 1,6 bilhões (20% da variação).

Olhando só para os montantes de fluxos de não residentes (*inflows*), a rubrica Investimentos de Carteira registrou uma saída de US\$ 22,4 bilhões só em março, sendo US\$ 7,4 bilhões do mercado acionário doméstico e US\$ 14,6 do mercado de títulos de dívida negociados no país – como mostra o Gráfico 3, no qual valores positivos representam entrada de investimentos e negativos, saída. É aqui a manifestação mais clara do histórico *sudden stop* que ocorre no mundo: o mês de março registrou a maior fuga de capitais em um único mês nesta modalidade desde a implementação do Real.

Em termos comparativos, no momento mais agudo da crise financeira internacional de 2008 houve uma saída de US\$ 22,2 bilhões entre os meses de setembro de 2008 e fevereiro de 2009. Logo, em apenas um mês, a coronacrise já superou todo o impacto da crise financeira global de 2008 nesta categoria. No período recente há outros dois momentos importantes de retração: entre junho de 2015 e fevereiro de 2016 (saída líquida de US\$ 21,4 bilhões) e entre agosto de 2016 e junho de 2017 (US\$ 19,6 bilhões).

⁹ Contribuíram para tanto a manutenção do volume de créditos recebidos do exterior combinada a uma grande redução nas amortizações pagas ao exterior.

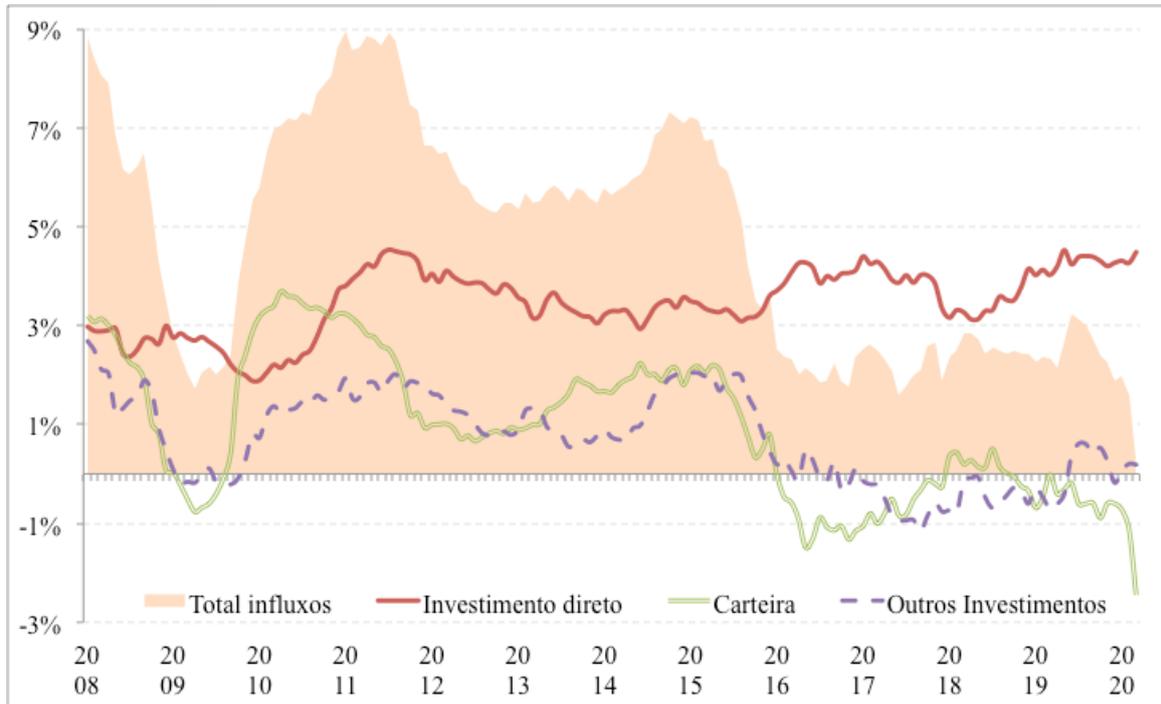
Gráfico 3. Investimentos de Carteira de não residentes (*inflows*), US\$ milhões, jan/2019 - mar/2020



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Outro modo, também impressionante, de visualizar o fenômeno é o apresentado no Gráfico 4 – que também considera apenas os fluxos de não residentes e portanto tem os sinais “normais” na movimentação de capital, mas agora no acumulado em 12 meses e em porcentagem do PIB, critérios que facilitam a visualização das tendências e permitem comparações históricas mais adequadas. Aparece nítida na curva verde dos Investimentos de Carteira (que puxa pra baixo com igual intensidade a área laranja que representa o total de *inflows*) a inclinação da queda que os dados de março – na sequência de uma trajetória muito negativa pelo menos desde meados de 2019 – já provocam, mesmo com estabilidade nos fluxos de Investimento Direto e queda mais suave nos Outros Investimentos. A seguir nesse ritmo, esta fuga de capital tende a deixar muito para trás as de 2008/09; 2015/16 e 2016/17.

Gráfico 4. Fluxos de não residentes (*inflows*), acumulados em 12 meses, % PIB, jan/2008 – mar/2020, total e por modalidade

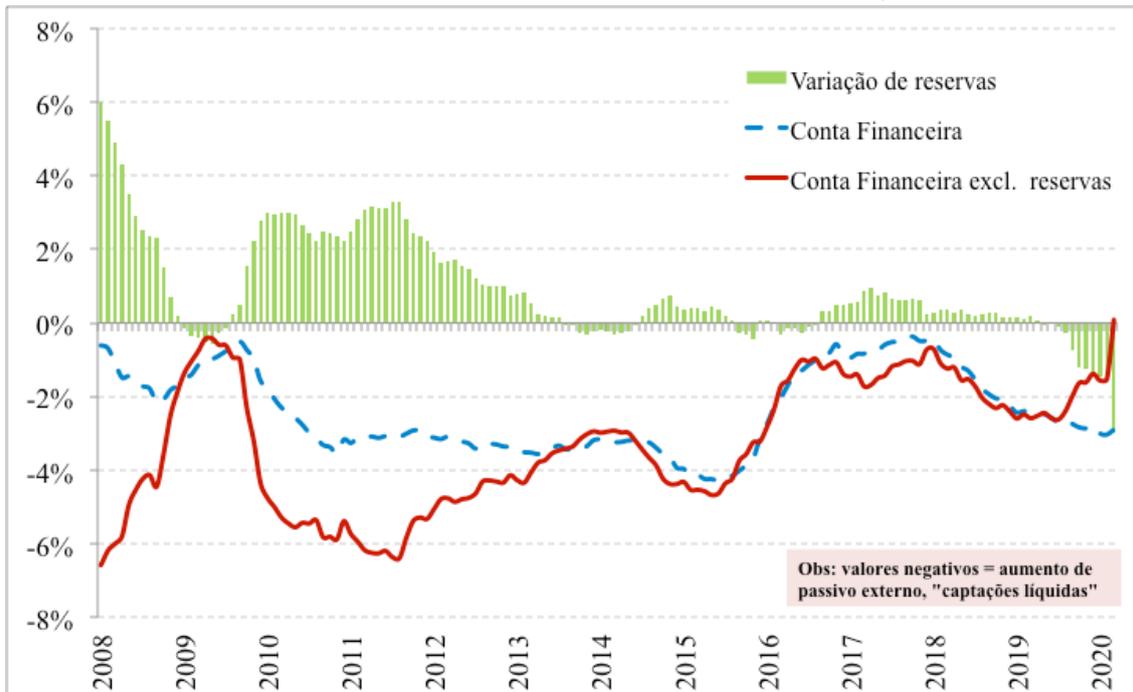


Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Voltando para o critério líquido (que leva em conta também as movimentações de residentes), a diferença entre todas as concessões e captações no Balanço de Pagamentos gera um resultado residual, contabilizado em Ativos de Reserva (como já dito, incluído na Conta Financeira no padrão contábil atualmente vigente). Vale notar que, em 2019, esta conta já vinha sendo crescentemente deficitária: no acumulado do ano, registrou-se perda na ordem de R\$ 26 bilhões, enquanto que, no acumulado dos últimos 6 meses, a queda atingiu US\$ 31,6 bilhões. Ainda assim, o resultado registrado em março de 2020 reflete um movimento muito mais sério: em apenas um mês, houve perda líquida de US\$ 22,9 bilhões. Quando se visualiza o movimento no Gráfico 5 – que novamente recorre ao acumulado em 12 meses e às cifras em parcela do PIB – os contornos ficam ainda mais dramáticos.

Não apenas essa última retração é suficiente para levar o acumulado da Conta Financeira em 12 meses para o território “positivo”, como a perda de reservas internacionais se acentua e chega a 3% do PIB no acumulado. Trata-se assim de uma deterioração das condições de financiamento externo muito mais severa do que qualquer outro episódio da trajetória longa mostrada no gráfico.

Gráfico 5. Conta Financeira, acumulados em 12 meses, % PIB, jan/2008-mar/2020



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Olhando para frente, a manutenção da entrada de IDP (US\$ 7,6 bilhões) ainda é suficiente para atenuar eventuais déficits em transações correntes em valores próximos aos observados no ano passado (na média mensal de US\$ 4 bilhões). Considerando ainda que, conforme discutido, o ajuste nas TC tende a se intensificar ao longo do ano, parece, num primeiro momento, que a economia brasileira está protegida. Contudo, as grandes saídas líquidas nas modalidades de carteira e outros investimentos (e, em menor medida, derivativos) têm sido dramáticas em termos históricos e determinaram nesse último mês uma perda expressiva de ativos de reserva.

Caso essa forte pressão financeira externa de fato persista, é necessário ir além dos fluxos, avaliando como o quadro patrimonial está sendo impactado e quais são os riscos efetivos para a capacidade de liquidação das obrigações do país denominadas em moeda estrangeira. Isso requer uma análise da estrutura de ativos e passivos externos, e de indicadores derivados de solvência e liquidez.

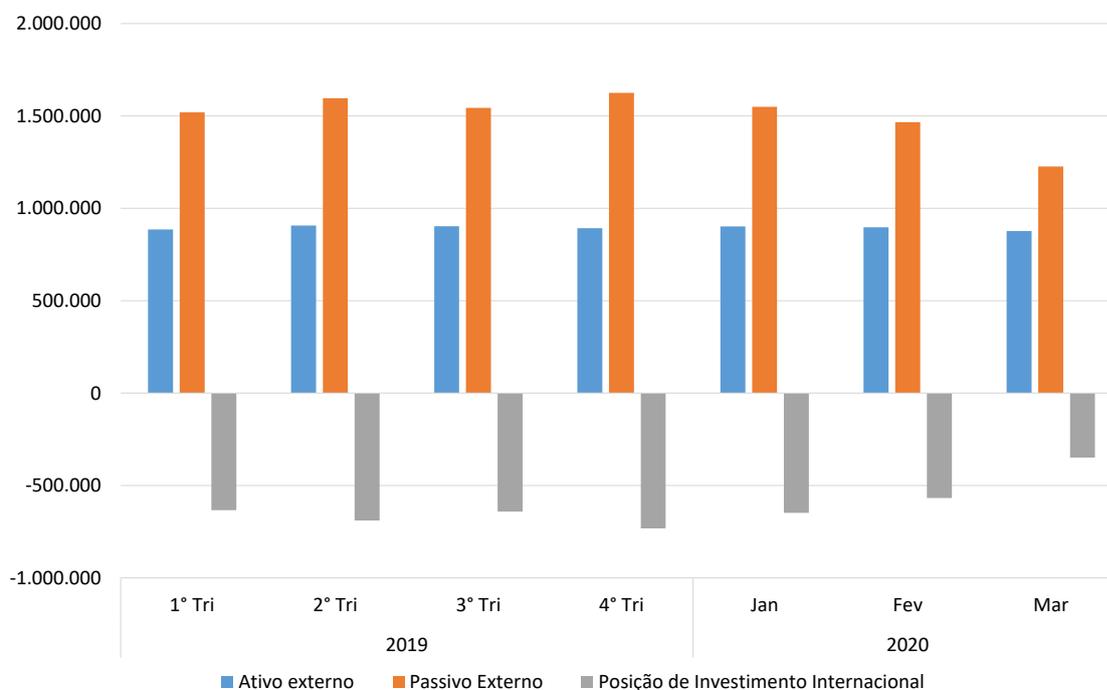
3. Estoques: Posição de Investimento Internacional, endividamento, solvência e liquidez

Como ressaltado, a composição e a magnitude dos estoques de ativos e passivos externos ajudam a compor o quadro da vulnerabilidade externa, sendo um termômetro importante em momentos de choques. Nele, os impactos mais visíveis da crise, até o momento, são a redução da posição devedora líquida da economia brasileira, em virtude da diminuição do passivo externo bruto (fruto sobretudo de mudanças de preços e variações

cambiais), mais que compensando a recente aceleração na perda de reservas internacionais nos últimos meses.

Entre os meses de dezembro de 2019 e março de 2020, segundo as estimativas do Banco Central do Brasil, a posição de investimento internacional, calculada a partir da diferença entre ativos e passivos externos, passou de US\$ -731,9 bilhões para US\$ -348,4 bilhões. Isso significa que o país reduziu sua posição devedora líquida em impressionantes US\$ -383,5 bilhões em apenas um trimestre. Tal queda, mostrada no Gráfico 6, é mais acentuada nos meses de fevereiro e março (US\$ 219,5 bilhões).

Gráfico 6. Estoques de ativos e passivos externos e a posição de investimento internacional



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Essa redução ocorreu em virtude da queda do passivo externo bruto, decorrente da fuga de capitais, em menor grau, e de mudanças no valor dos estoques, em sua maior parte. Em virtude da atual composição do passivo externo bruto brasileiro¹⁰, com grande parcela de compromissos denominados na moeda doméstica e negociadas em mercados secundários, o estoque externo assumiu certa autonomia em relação à dinâmica dos fluxos de capitais. Em casos de choques adversos, a magnitude dos passivos externos, medidos em dólares, tende a se reduzir em função da queda dos preços dos compromissos (como as cotações das ações negociadas em bolsa), e da desvalorização da taxa de câmbio nominal.

No caso do Brasil, o passivo externo bruto, que registrou uma queda de US\$ 398,8 bilhões no trimestre, encerrou o mês de março em US\$ 1,2 trilhão. A maior redução ocorreu na categoria dos investimentos em carteira, US\$ 245,6 bilhões entre dezembro de 2019 e

¹⁰ Sobre a nova composição do passivo externo brasileiro BIANCARELLI, A. M.; ROSA, R. S.; VERGNHANINI, R. New Features of the Brazilian External Sector Since the Great Global Crisis. In: ARESTIS, P.; BALTAR, C.; PRATES, D. (orgs.) *The Brazilian Economy since the Great Financial Crisis of 2007/2008*. 1ed. London: Springer International Publishing, 2017, p. 101-129.

março de 2020, sendo a maior parte, US\$ 163 bilhões, na categoria de investimentos em ações negociadas no país. No mês de março, o estoque de investimentos em carteira reduziu-se em mais de US\$ 150 bilhões em comparação com o mês de fevereiro, sendo que aproximadamente 85% desse valor ocorreu em função da desvalorização de estoques e apenas 15% em decorrência da fuga de capitais. A Tabela 1 apresenta os resultados em maiores detalhes.

Tabela 1. Fatores condicionantes da dinâmica do passivo externo, categoria investimento em carteira

	Estoque em Dez/2019	Estoque em Fev/2020	Fluxo líquido de capitais	Variações autônomas de estoque	Estoque em Mar/2020
Investimento em carteira	570.105	474.592	-22.383	-127.696	324.513
Investimento em ações negociadas no país	291.203	221.301	-7.444	-85.677	128.179
Investimento em títulos de dívida negociados no país	102.141	97.050	-14.624	-9.701	72.725

Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Se por um lado, diante de uma desvalorização do câmbio, a participação massiva de investidores não residentes nos mercados de títulos e ações contribui para a redução do passivo externo, como destacado nos parágrafos anteriores, do ponto de vista dos investidores isso significa uma perda patrimonial em seus portfólios. O boletim do BIS¹¹ alerta que em períodos de desvalorização cambial esses investidores tendem a liquidar posições nos mercados emergentes e deixar o país, em um movimento de fuga de capitais que visa minimizar as perdas frente a uma expectativa de maior desvalorização da taxa de câmbio. Os dados da Tabela 1 evidenciam esse movimento na economia brasileira, com a considerável saída de recursos durante o mês de março na categoria.

O ativo externo, por sua vez, apresentou uma oscilação consideravelmente menor, reduzindo-se em US\$ 15,3 bilhões. As duas principais categorias do ativo, os investimentos diretos no exterior e ativos de reserva, registraram redução de US\$ 7,7 bilhões e US\$ 13,7 bilhões, respectivamente. O ativo de reserva, variável central da vulnerabilidade externa, merece uma análise em maiores detalhes. No final de 2018 os recursos atingiram US\$ 374,7 bilhões, que foram sendo reduzidos nos meses seguintes. Um ano depois, em dezembro de 2019, o estoque já estava em US\$ 356,9 bilhões e ao longo de 2020 a tendência permaneceu em virtude das intervenções do Banco Central. A perda de reservas se intensificou nos meses de março e abril, em que as reservas internacionais passaram de US\$ 362,5 bilhões para US\$ 340,9 bilhões.

Logo, a análise dos dados gerais da posição de investimento internacional indica efeitos contraditórios sobre a vulnerabilidade externa da economia brasileira: por um lado, a redução da posição devedora melhora as condições, mas por outro a perda de reservas internacionais eleva a exposição a choques externos. Embora desta vez a fuga de capitais tenha contribuído

¹¹ BIS. *Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the Covid-19 pandemic*. BIS Bulletin n. 5, 07 de abril de 2020. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bisbull05.htm>

relevante para a redução do passivo externo, a desvalorização dos estoques foi o elemento central para explicar a sua dinâmica, confirmando a influência benigna de uma composição mais favorável dos compromissos. O quadro fica mais claro quando são trazidos à tona outros ângulos da vulnerabilidade do ponto de vista patrimonial, por meio de indicadores de endividamento, de liquidez e de solvência externa.

O endividamento em moeda estrangeira, por parte de países em desenvolvimento em geral, tem sido alvo de reiteradas alertas nos últimos anos, e de enorme atenção por parte de organismos internacionais, como evidência forte de uma fragilidade financeira muito maior do que, por exemplo, na crise de 2008.¹² Neste quesito, a situação da economia brasileira pouco se alterou em relação aos anos anteriores e, pelo menos no plano macro, ainda parece confortável.

Todavia, a redução do nível de reservas já impacta alguns indicadores, assim como piora a situação da dívida externa líquida (vide Tabela 2). Apesar da dívida externa líquida ser negativa, a relação entre as reservas internacionais e a dívida externa se reduziu ao longo dos últimos anos. O segundo e terceiro níveis de endividamento, que consideram as operações intercompanhia e os títulos de dívida negociados no país e em posse de não residentes, não apresentaram grandes mudanças com a piora do cenário externo. O estoque de operações intercompanhia permanece elevado, US\$ 242,6 bilhões, mas com ligeira redução em março em relação a fevereiro, sendo um estoque de menor exigibilidade. Quanto ao terceiro nível, como ressaltado no tópico anterior, houve uma fuga de capitais seguida por uma desvalorização patrimonial, afetando fortemente essa modalidade de compromissos.

Tabela 2. Indicadores de endividamento externo

	2017	2018	2019	2020		
				Jan.	Fev.	Mar.
Dívida externa bruta / exportações de bens e serviços	125,6	116,6	124,3	126,3	127,7	123,5
Dívida externa líquida / exportações de bens e serviços	-28,0	-24,5	-19,1	-19,9	-19,7	-15,4
Reservas internacionais / dívida externa bruta	117,9	116,9	110,5	111,0	110,8	107,8
Serviço da dívida / exportações de bens e serviços	45,0	45,6	42,7	41,1	41,6	40,9

Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Entretanto, apesar da recente redução das reservas internacionais, o indicador de liquidez externa, calculado a partir da relação entre o passivo externo de curto prazo e as reservas¹³, registou uma melhora considerável ao longo do ano de 2020 (Gráfico 6). Em março o indicador registrado foi inferior a 1,0, o que significa que as reservas internacionais seriam mais do que suficientes para fazer frente ao passivo externo de curto prazo. O indicador de

¹² Ver por exemplo, IMF (2020), World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown.

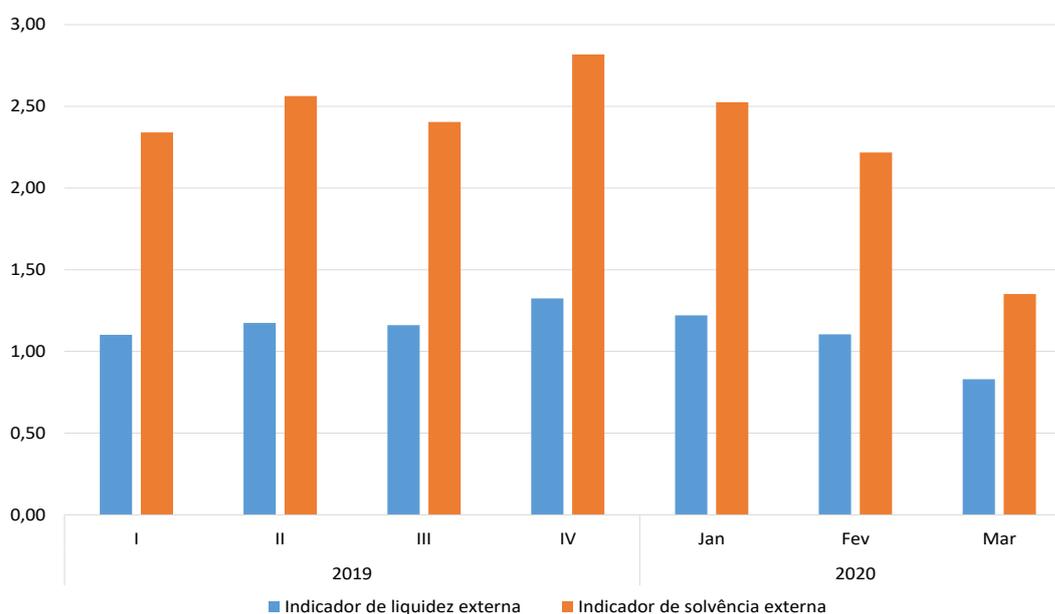
Disponível em <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>.

¹³ O passivo externo de curto prazo compreende o estoque de compromissos de dívida externa de curto prazo e os investimentos em carteira negociados no mercado doméstico. Indicador sugerido em PRATES, D.; BALTAR, C.; SEQUETTO, M. A inserção externa do Brasil no contexto da crise global. In: NOVAIS, L. F.; CAGNIN, R. F.; BIASOTO Jr., G. (orgs.) *A economia brasileira no contexto da crise global*. São Paulo: edições Fundap, 2014, p. 79-122.

solvência externa, medido pela razão entre o passivo externo líquido e as exportações¹⁴, também apresentou uma melhora relevante, sobretudo no mês de março. Em ambos os casos, a melhora dos indicadores externos é resultado da desvalorização dos passivos em virtude de mudanças de preços e paridades. Logo, há, ao menos no curto prazo, um efeito estabilizador advindo da composição dos estoques.

Gráfico 6. Indicadores de liquidez e solvência externa

(redução no valor absoluto do indicador = melhora da condição externa)



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Em síntese, o país possui uma posição externa líquida estruturalmente negativa, pois a magnitude dos passivos é superior à dos ativos externos. Todavia, a forte redução do valor dos compromissos externos permitiu a melhora das condições externas em termos de liquidez e solvência. Com base nos dados de março, os investimentos em carteira representam um quarto do passivo externo total, sendo o montante de reservas suficiente para arcar com uma hipotética fuga de capitais generalizada na categoria.

Contudo, a dinâmica favorável desses indicadores depende do estoque de reservas internacionais e do desempenho exportador, sendo que ambos devem ser negativamente afetados pela coronacrise. Já há uma tendência recente de perda de reservas internacionais, sobretudo, nos últimos dois meses, que devem se manter com o aprofundamento da crise externa – e com a postura adotada e declarada pelo governo brasileiro. As exportações também devem apresentar uma queda em valor nos próximos meses, tanto em virtude da redução do comércio internacional como da queda dos preços de *commodities*. Logo, as expectativas futuras são de piora dos indicadores, e toda prudência aqui é bem-vinda.

¹⁴ Indicador sugerido em MEDEIROS, C.; SERRANO, F. Inserção externa, exportações e crescimento no Brasil. In: FIORI, J. L. (org). Polarização mundial e crescimento. Petrópolis, RJ: Vozes, 2001.

4. Taxa de câmbio

Desde o dia 27 de janeiro, marco tido como o início da crise do COVID-19 no mundo, até o final do mês de abril, a taxa de câmbio brasileira já havia depreciado 28,6% - a maior variação entre todas as economias emergentes. Esse movimento representou a intensificação de uma tendência já existente da moeda brasileira: a depreciação de 6,2% ao longo do de 2019. Somente em março, a depreciação foi de 15,6%.

Gráfico 7. Taxa de câmbio R\$/US\$
jan/2019 – abr/2020



Na tentativa de conter essa tendência, o Banco Central do Brasil tem intensificado a intervenção no mercado de câmbio. As operações de venda no mercado à vista, modalidade controversa por implicar em liquidação definitiva das reservas e, por isso, não usada desde fevereiro de 2009, foram retomadas a partir de agosto de 2019. Até o final daquele ano, foram vendidas US\$ 36,8 bilhões de reservas nessa modalidade. Em março de 2020, o BCB vendeu no mercado à vista US\$ 10,7 bilhões de reservas.

Além disso, adotou outros instrumentos, como a modalidade de “linhas com recompra”, concedendo US\$ 7,6 bilhões, e operações compromissadas em moeda estrangeira, com 4,2 bilhões (modalidade também não oferecida ao mercado desde a crise de 2008). Em suma, as operações totalizaram, em março, US\$ 22,5 bilhões. Dados preliminares indicam que essa intervenção continuou, em abril, em montante aproximado de US\$ 13,6 bilhões.

Segundo dados do Instituto Internacional de Finanças (IIF), a variação de reservas internacionais do Brasil (que pode ser interpretada como um reflexo do tamanho da intervenção feita) foi de uma queda de 6,5% no desde o início da crise. Esse número foi

ligeiramente acima da média de 4% para uma relação de 20 economias e bastante abaixo da queda de 23% das reservas na Turquia ou 22,8% registrada no Egito¹⁵.

Outro instrumento utilizado foram as operações com *swaps* cambiais, por meio das quais o BCB negociou contratos no valor de US\$ 12,79 bilhões desde o início da crise. Essa modalidade, embora tenha a vantagem de permitir a atuação no mercado de câmbio sem perda de reservas, tende a gerar elevado custo fiscal caso a tendência de depreciação persista. Segundo dados do BCB, apenas em março o prejuízo foi de R\$ 31,3 bilhões. Até dia 24 de abril, adicionais R\$ 14,7 bilhões. No acumulado de 2020 até a citada data, as perdas acumularam R\$ 61,2 bilhões – valor bastante expressivo em termos históricos.

Somando todas as formas de intervenção, o BCB injetou quase US\$ 50 bilhões no mercado de câmbio desde o início da crise até o final de abril.

Além disso, no dia 19 de março, o BCB aderiu ao programa temporário do Federal Reserve de *swaps* cambiais, que disponibilizou uma linha de liquidez em dólares de US\$ 60 bilhões para a autoridade monetária brasileira, com duração de pelo menos seis meses, ampliando o potencial de oferta de dólares no mercado doméstico.

Mesmo com tais medidas, a escala observada da depreciação do Real foi muito expressiva e, ainda que não tenha gerado crise nas contas externas do país, como discutido nas seções anteriores, é provável que gere efeitos nocivos sobre a recuperação da economia nos meses porvir. Em primeiro lugar, níveis tão desvalorizados podem reduzir expressivamente o poder de compra dos salários nominais e reduzir o potencial do mercado interno como fonte de gasto. Esse efeito é especialmente grave nos contextos, como o previsto para 2020, de escassez crônica de demanda interna e externa (dado o esperado baixo dinamismo das exportações). Outro efeito negativo é o *pass-through*, ou seja, quando o repasse de preços de bens importados ou denominados em dólar para os preços em moeda doméstica geram impacto inflacionário – que atualmente não figura na lista de maiores problemas da economia brasileira.

Por fim, talvez o efeito mais importante a ser observado no curto prazo seja aquele sobre a estrutura patrimonial de empresas endividadas em moeda estrangeira. Tal como argumentado – e verificado – durante a grande desvalorização que marca os poucos meses do segundo mandato de Dilma Rousseff¹⁶, se o *currency mismatch* não era propriamente um problema macro, sistêmico, ele era (e deve ser novamente) uma fonte de dificuldades microeconômicas importante, a dificultar ainda mais o desempenho das empresas já afetadas pelo colapso nas condições domésticas de oferta e demanda.

¹⁵ VALOR. *Intervenção do BC no câmbio chega a US\$ 50 bi*. São Paulo, 28/04/2020. Disponível em:

<https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/04/28/intervencao-do-bc-no-cambio-chega-a-us-50-bi.ghtml>

¹⁶ Sobre o setor externo brasileiro ao longo do governo Dilma ver BIANCARELLI, A. M.; ROSA, R. S.; VERGNHANINI, R. O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise. In: SARTI, F.; BALTAR, P.; CARNEIRO, R. (orgs.). *Para além da política econômica*. 1ed.SÃO PAULO: UNESP, 2018.