

Dívida líquida e exportações

Neste artigo apresento uma análise crítica da relação dívida líquida/exportações. A importância disso se prende ao fato de ser tal indicador uma estatística quase sempre presente nas análises de risco efetuadas por investidores, agências de classificação de risco soberano e por agências oficiais de crédito.

O indicador dívida líquida/exportações, tal como vários outros indicadores macroeconômicos, divide uma fonte de despesas futuras por uma fonte de receitas. Trata-se no caso da divisão de um estoque por um fluxo, gerando para o indicador a dimensão de tempo. As exportações usualmente se contabilizam pelo prazo de um ano. Neste caso, um índice em torno de 1, por exemplo, como é o caso atual do Brasil (a variação decorrendo de se acrescentarem ou não à dívida os empréstimos intercompanhia), possui o seguinte significado: se todas as receitas de exportação de bens e serviços (mais o estoque de reservas internacionais à disposição do Banco Central) fossem alocadas exclusivamente no pagamento da dívida externa bruta, em um ano esta estaria liquidada.

Como os compromissos referentes às amortizações da dívida externa devem ser pagos em dólar, é natural utilizar-se mais a relação dívida/exportações do que a relação dívida/PIB. Ainda no campo definicional, uma versão mais abrangente do denominador leva em conta, também, a soma das exportações de bens e serviços (US\$ 134,3 bilhões no caso do Brasil, em 2005), as receitas de rendas (US\$ 3,19 bilhões) e de transferências unilaterais (US\$ 4,05 bilhões). Chega-se assim ao coeficiente dívida líquida/CAR (Current Account Receipts) termo mais usado pelas agências de *rating* e bancos de investimento nas suas análises de risco país. Outra versão trabalha com o conceito de passivo externo no numerador, uma forma de incorporar o fato que maiores estoques líquidos de capital de risco (não incluídos na



Rubens Penha Cysne

Professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas (EPGE/FGV)

dívida, mas incluídos no passivo externo) de propriedade de não-residentes utilizado na produção doméstica devem implicar maiores remessas de lucros e dividendos para o exterior no futuro. Para se ter uma idéia de tal diferença, a dívida líquida do Brasil ao final de 2005, incluindo os empréstimos intercompanhia foi de US\$ 141 bilhões, enquanto que o passivo externo alcançou números da ordem de US\$ 275 bilhões a US\$ 313,7 bilhões, o valor final dependendo da forma de medição.

Distorções — Embora possua a grande vantagem da simplicidade, o coeficiente dívida líquida/CAR pode gerar informações incompletas e viesadas, no que diz respeito à avaliação da capacidade relativa de um país saldar suas obrigações externas. Economicamente tal viés pode implicar a necessidade de pagamento de juros mais elevados a credores externos nas novas emissões de dívida. Dado o Produto Interno Bruto, maiores pagamentos de juros ao exterior reduzem a renda nacional disponível e possivelmente o nível de bem-estar nacional, em função da queda de consumo. Trata-se de um dos vários exemplos em que a utilização inadequada de uma informação econômica pode

impor reduções do nível de bem-estar de agentes econômicos.

As origens dos possíveis vieses quando se comparam os coeficientes dívida líquida/CAR de diversos países são várias. Pode-se começar a lista pelo perfil de vencimentos da dívida, que não é levado em consideração nesta razão, mas que evidentemente influi no grau de solvência do passivo financeiro de qualquer devedor.

A princípio, é possível definir um índice levando em consideração tal dependência, embora deste tipo de construção não exista registro na literatura econômica (pelo menos do conhecimento deste autor). Isto se dá da seguinte forma. Uma das medidas de perfil de vencimentos usualmente utilizada na literatura consiste na chamada "Macaulay Duration" (ID) da dívida. Grosso modo, quanto maior a *Duration*, mais distante do tempo presente o "centro de gravidade" da dívida. Mais tecnicamente, maior o tempo médio para a maturação da dívida quando ponderado pelo valor presente de cada um dos desembolsos a serem efetuados. Da forma como definida, a *Duration* toma valores em $[0, \infty]$. Pode-se, a princípio, definir o coeficiente: $X_{ID} = \text{Dívida Líquida} / (\text{CAR} * \text{ID})$.

Observe-se que a dimensão do coeficiente dívida líquida/CAR é de [Tempo], o mesmo ocorrendo com a *Duration* (ID). Medindo-se ambos na mesma unidade (anos, por exemplo), conseqüentemente, nos leva a um número adimensional com valores em $[0, \infty]$ com uma interpretação bem definida: como o coeficiente dívida líquida/CAR nos dá o número de anos para pagar a dívida líquida com receitas correntes e, a *duration*, a distância no tempo (em anos) no qual se concentra o "centro de gravidade desta dívida", o parâmetro X_{ID} definido acima mede se o centro de gravidade no tempo situa-se além (caso mais favorável, $X_{ID} < 1$) ou aquém (caso menos favorável, $X_{ID} > 1$) do tempo necessário para que o total das receitas correntes gerem o valor da dívida líquida.¹

Tab. 1 – Índice de concentração de exportações

Países	IHH	Categoria destaque*	Participação na pauta (%)
Brasil	413	87	8,8
Turquia	565	87	13,1
Holanda	639	84	16,3
Estados Unidos	787	84	18,2
África do Sul	795	71	17,7
Peru	1.164	71	21,8
México	1.278	85	24,7
Hong Kong	1.514	85	34,4
Colômbia	1.527	27	36,9
Chile	1.562	74	31,2
Cingapura	2.183	85	39,9
Rússia	2.902	27	50,0
Austrália	820	27	18,10

Fonte: Nações Unidas, dados de 2004.

*A categoria a que se refere a coluna 2 é dada pelo Sistema Harmonizado do FMI. Alguns dos setores são:

87 – Veículos automóveis, tratores, ciclos etc.;

84 – Reatores, máquinas, caldeiras etc.; 71 – Pérolas, pedras preciosas etc.; 85 – Máquinas, aparelhos e materiais elétricos etc.; 27 – Combustíveis, óleos e ceras minerais etc.; 74 – Cobre e suas obras.

Uma segunda fonte de viés do coeficiente dívida líquida/CAR se deve ao fato de o mesmo não levar em consideração a variância das receitas correntes do balanço de pagamentos. Receitas de rendas (juros e lucros), por exemplo, costumam ser mais estáveis do que receitas de exportações. Especificamente no item exportações (de bens e serviços), por outro lado, países cuja pauta concentre-se em alguns poucos produtos estão mais sujeitos a variações de receitas do que aqueles com exportações mais diversificadas. O mesmo se dá no tocante à diversificação por compradores, ao invés de por produtos.

Vantagem comparativa — A posição do Brasil nesta questão, em particular, é bastante vantajosa em relação a alguns outros países. A medição, no caso da concentração da pauta de exportação, pode se dar pelo índice de concentração de Herfindahl. Tal índice calcula-se somando-se os quadrados das participações na receita total de exportações de cada um dos mais importantes grupos de produtos da pauta, segundo alguma classificação padronizada que permita a comparação internacional. A tabela 1 compara alguns países, mostrando que o Brasil é o de melhor colocação.

Uma terceira, e talvez a mais importante fonte de viés do coeficiente dívida líquida/CAR, em comparações internacionais, diz respeito aos diferentes valores adicionados por residentes domésticos nas exportações de bens e serviços. Ao não considerar ape-

Tab. 2 – Balança comercial – Hong Kong (% do PIB)

Ano	Importações (% do PIB)			Exportações (% do PIB)			Valor Adicionado Reexportação (B-A)
	Retidas	Reexportadas (A)	Total	Domésticas	Reexportações (B)	Total	
2001	39	82	121	12	102	114	21
2002	36	91	127	10	112	122	21
2003	39	108	146	10	131	141	24
2004	42	121	164	10	147	156	25

nas tal valor adicionado, mas sim o valor total das exportações, perde-se de vista o fato de que boa parte das mesmas pode simplesmente estar refletindo importações de mesma ordem de grandeza. O caso limite é aquele do “comércio trânsito” no qual um residente compra mercadorias de um não-residente e exporta para outro não-residente, não chegando a mercadoria nem ao menos a adentrar as fronteiras do país onde se localiza o *trader*.

Outras denominações para tipos parecidos de procedimento, onde o montante de exportações se infla quase que *pari-passu* às importações (portanto, pouco adicionando em termos de capacidade de pagamento de dívidas, mas ainda assim reduzindo o coeficiente dívida líquida/exportações), são “reexportações (*re-exports*), mercadorias em trânsito (*goods in transit*), bens para processamento (*goods for processing*) etc.”

A título de ilustração, tomemos o caso de Hong Kong. Neste país as importações destinadas às exportações (ainda que com certo valor agregado doméstico) são bastante usuais. Em função disto, as estatísticas oficiais já dividem as importações entre *Importações retidas* e *Importações reexportadas*. As importações reexportadas são aquelas que têm como destino as exportações. Da mesma forma, as reexportações (item de classificação oficial) são as exportações baseadas fundamentalmente nas *importações reexportadas*.

A tabela 2 ilustra estes fatos apresentando as estatísticas oficiais de Hong Kong de 2000 a 2004, em percentuais do PIB:

A maior parte das exportações, como se observa comparando-se as colunas 5 e 6, resulta simplesmente do processamento de importações.

Em suma, talvez o mais importante ponto a observar, relativamente ao indicador dívida líquida/CAR (ou seus congêneres), quando se tem por objetivo avaliar a possibilidade de um país honrar seus compromissos externos, diz respeito ao grau de vinculação das recei-

tas correntes do balanço de pagamentos a despesas concomitantes em divisas estrangeiras. Um país cujas exportações baseia-se em valor efetivamente adicionado por residentes poderá direcionar as suas receitas de exportações para os pagamentos relativos às suas obrigações externas. Por outro lado, um país cujas exportações baseiem-se fundamentalmente em concomitantes importações, portanto cujas exportações apresentem um baixo valor adicionado por residentes domésticos, poderá apresentar uma baixa relação dívida líquida/CAR, pelo crescimento do denominador, mas tal informação será espúria do ponto de vista de delimitação de solvência. As receitas correntes brutas poderão ser elevadas, mas não as líquidas. Dito de outra forma, será baixa a resposta do saldo em conta corrente, esta a variável que realmente delimita a capacidade de pagamento da dívida (por tratar-se de quanto o país poupa para o resto do mundo) às exportações.

Tal como ocorre relativamente à concentração das exportações, o Brasil também apresenta uma situação bem superior a vários outros países no que diz respeito a esta qualificação adicional do indicador dívida líquida/CAR, relativa à geração direta de receita cambial associável às exportações. De fato, boa parte de nossas exportações tem origem no setor agropecuário, de elevado valor adicionado, e não em importações concomitantes, como exemplificado com o caso de Hong Kong. Bancos de investimento e agências de *rating* deveriam levar em consideração estes fatos positivos (baixa concentração e elevado valor adicionado das exportações) relativos ao nosso coeficiente dívida líquida/CAR, quando comparam o Brasil a outros países. ▀

Este trabalho contou com a assistência de pesquisa de Paulo Grahl.

¹Observe-se que os possíveis juros sobre as receitas de exportações não são considerados aqui.