

**A Volta do Risco das Contas Externas****Posição de Investimento Internacional**

Há tempos o Brasil desfruta de uma posição razoavelmente confortável em termos de indicadores de vulnerabilidade externa. É verdade que o passivo externo líquido, composto pela soma de todas as exigibilidades de investidores estrangeiros contra os setores público e privado locais deduzidas dos bens e direitos destes últimos vis a vis o exterior, ainda se mostra elevado, como seria de se esperar de uma economia emergente. A força está no fato de as reservas internacionais estarem em patamar próximo ao do endividamento externo total e superior à parcela desse que cabe ao governo. A tabela a seguir detalha a posição internacional de investimentos ao final de agosto de 2025.

**Tabela 1. Passivo Externo Líquido
(USD Bilhões)**

Ativos	1 048
Investimentos no Exterior	525
Investimentos em Carteira e Derivativos	87
Empréstimos e Crédito	86
Reservas	351
Passivos	2 139
Investimentos Diretos no Brasil	1 343
Investimentos em Carteira e Derivativos	513
Empréstimos e Crédito	283
Líquido	-1 090

Fonte: Banco Central do Brasil

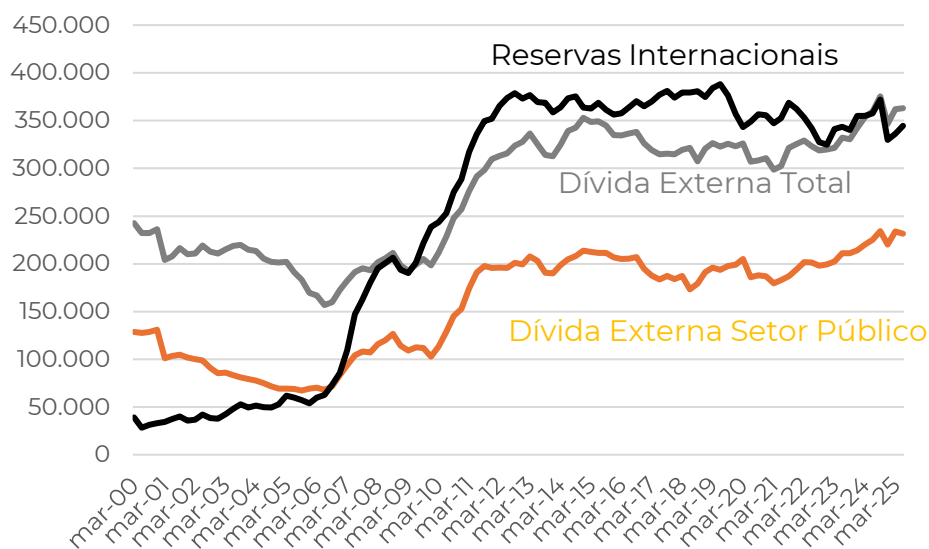
É claro que os USD 2 trilhões de passivos externos brutos (USD 1,1 trilhão em termos líquidos) acabam representando um pesado ônus. Afinal, o país tem que arcar periodicamente com os encargos associados principalmente ao pagamento de juros (no caso de empréstimos) e de dividendos (no caso dos investimentos diretos). Mas em termos de vulnerabilidade externa, é importante avaliar também a exposição à taxa de câmbio. Em um regime de livre flutuação, como é o caso do Brasil, uma depreciação do real reduz o valor em dólares da parcela do passivo que está denominada em moeda local, como é o caso da maior parte dos investimentos diretos e empréstimos internalizados. Em outras palavras, o ônus da perda de valor da moeda brasileira recai sobre o investidor estrangeiro, que passa a ter direito a menos dólares para cada real investido. No caso da dívida externa ocorre o contrário. Dado que o valor é fixo em moeda forte, o prejuízo (em caso de perda de valor do real) fica por conta do devedor, que precisará arrumar mais reais para pagar uma dada dívida externa. Ou seja, com a dívida externa mais ou menos no mesmo patamar que as reservas, eventuais crises cambiais não alteram muito a posição de investimentos do ponto de vista consolidado.

Posição de Investimento Internacional do Setor Público

No caso do setor público, temos um endividamento na casa de USD 230 bilhões contra um total de reservas da ordem de USD 350 bilhões. Esse balanço é importante não apenas por fornecer um colchão para que o governo (principalmente o federal) possa fazer frente aos vencimentos, mas também porque representa um componente contracíclico do ponto de vista fiscal. O fato de o Tesouro ser credor líquido de ativos em moeda estrangeira significa que, em situações de crise de desconfiança em relação ao Brasil com consequente depreciação da taxa de câmbio o valor das reservas medidas em moeda local aumentará mais do que o valor da dívida, reduzindo o passivo líquido do setor público. Ou seja, a perda de valor do real fortalece as contas públicas, o que pode funcionar como um amortecedor em momentos de incerteza.

Mas nem sempre foi assim. Veja a seguir o gráfico que mostra a dinâmica da dívida externa total, do setor público e o nível das reservas internacionais ao longo desse século.

Gráfico 1. Reservas e Dívida Externa
(USD Milhões)

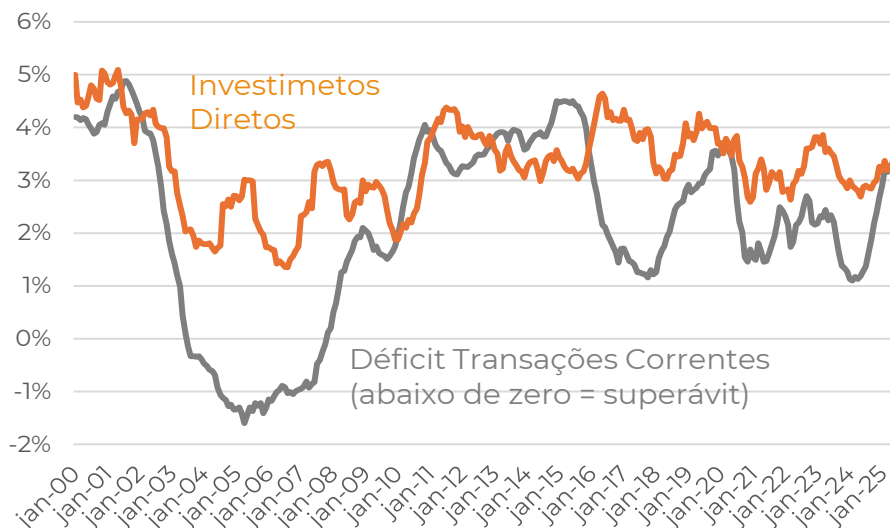


Fonte: Banco Central do Brasil

Equilíbrio: Conta Corrente e Investimentos Diretos

Um bom termômetro para acompanhar a evolução da saúde das contas externas é a relação entre investimentos estrangeiros diretos e o déficit em transações correntes. Nos momentos em que o déficit em transações correntes supera os investimentos estrangeiros diretos, o país precisa buscar fontes de financiamento na forma de endividamento ou atração de capitais de curto prazo para equilibrar o balanço de pagamentos sem a necessidade de queimar reservas. Ou seja, o desequilíbrio aumenta a dependência de capitais mais caros, mais especulativos e de características não contracíclicas em relação aos choques de câmbio. Veja no gráfico a seguir que, não por coincidência, os o período de forte diferencial entre os investimentos diretos e as transações correntes permitiu a acumulação de reservas ocorrida em 2005 e 2010.

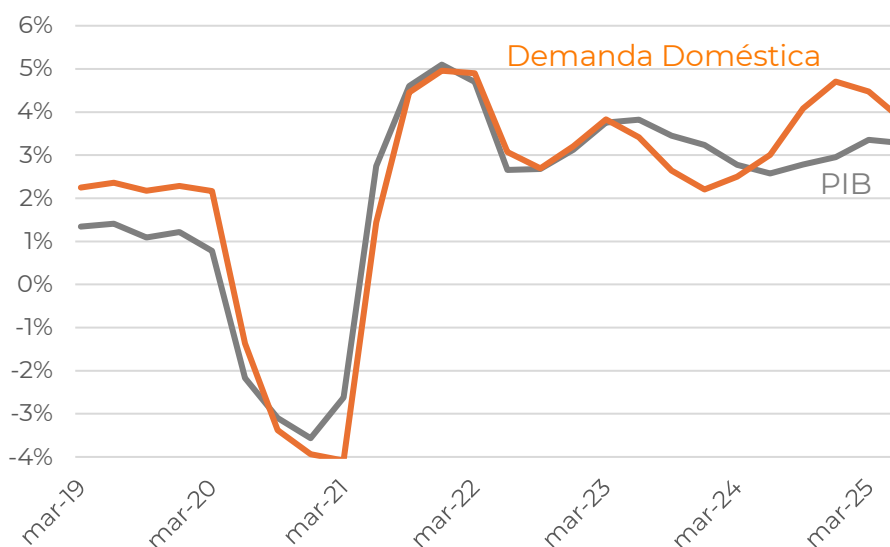
Gráfico 2: Investimentos Diretos e Déficit em Transações Correntes
(em % do PIB acumulados em 12 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil

O problema é que os dados têm mostrado um quadro de deterioração dos fundamentos. A folga que predominava a partir de meados da década passada parece ter ficado para trás. A deterioração do saldo externo do balanço de bens e serviços foi marcante entre 2023 e 2024, quando o déficit saltou de 1,27% do PIB para 2,66% do PIB. O último dado do Banco Central, referente a julho mostra o desequilíbrio externo atingindo 3,5% do PIB. Em grande medida a dinâmica desfavorável tem sido determinada por uma mudança estrutural no padrão de consumo dos brasileiros: aumento de gastos com propriedade intelectual (streamings, inteligência artificial, softwares, serviços de nuvem e jogos online) e com serviços pessoais e recreativos (como jogos e apostas online, por exemplo). Mas parece existir também um componente de demanda, como mostra o gráfico abaixo. Na medida em que a absorção interna de bens e serviços cresce mais rapidamente que o PIB, tornam-se necessárias mais importações para satisfazer a procura.

Gráfico 3: Crescimento do PIB e da Demanda Doméstica
(em % ano contra ano)



Fonte: Banco Central do Brasil

Conclusão

Ainda é possível afirmar que o Brasil possui fundamentos externos sólidos, caracterizados principalmente por uma dívida externa que tem se mantido razoavelmente estável nos últimos 10 anos. Essa dinâmica só é viável enquanto o déficit em transações correntes não superar as entradas de investimentos diretos. O forte crescimento da conta de importação de bens e serviços, particularmente nos últimos dois anos tem ameaçado esse equilíbrio. Seja porque há uma mudança estrutural no perfil de gastos dos brasileiros, mais intensivos em serviços como *streamings* ou *bets*, seja porque a demanda total se expande a um ritmo acelerado demais (em função dos recorrentes impulsos fiscais), o fato é que essa dinâmica tende a aumentar a dependência de capitais de curto prazo e a vulnerabilidade da taxa de câmbio a mudanças de humor dos investidores internacionais.

PEZCO ECONOMICS Economia & Mercados

Contato: economics@pezco.com.br

+55 (11) 3582 5509

Rua Bela Cintra, 1200, 1º andar, Consolação, São Paulo, SP

Este relatório foi preparado e publicado pela equipe de sócios e consultores da Pezco Consultoria, Editora e Desenvolvimento Ltda ("Pezco Economics"), exclusivamente para seus clientes e parceiros. Este documento tem como objetivo servir de base para a discussão de elementos do ambiente econômico e setorial, através da compilação de informações e exposição de análises e de pontos de vista. Foram tomados os melhores cuidados com a confiabilidade das informações e de suas fontes, mas não é possível garantir a exatidão delas ou das análises realizadas sobre elas. Todas as informações aqui contidas a título de "projeção" ou "previsão" estão fundamentadas em elementos e tendências disponíveis quando a análise foi produzida, cujos pressupostos podem mudar significativamente ao longo do tempo. Este documento não se destina a oferecer ou solicitar compra ou venda de quaisquer bens ou serviços. A Pezco Economics e os profissionais que participaram deste relatório não se responsabilizam por decisões tomadas com base neste. Tanto a Pezco Economics quanto seus sócios e consultores que figuram neste relatório podem manter posições em ativos mencionados neste documento, bem como podem estar participando ou ter participado de projetos de consultoria/assessoria relacionados a organizações aqui mencionadas – nesse caso, as análises resultantes desconsideram as informações não públicas e protegidas por acordos de confidencialidade. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito pela Pezco Economics.