

SEÇÃO II – BALANÇO DE PAGAMENTOS¹

A insustentabilidade do ajuste externo

Daniela Magalhães Prates

Introdução

O contexto de ampla liquidez internacional e maior apetite ao risco dos investidores globais, que se iniciou no final de 2002, continuou caracterizando o mercado financeiro internacional em 2003, particularmente no segundo semestre deste ano.² Além das baixas taxas de juros nos países centrais – em seus menores patamares considerando os últimos 45 anos –, as expectativas de retomada do crescimento econômico mundial em 2004 (ver SEÇÃO I) têm alimentado esse novo ciclo de abundância de recursos, os quais tem se direcionado, em grande parte, para os chamados “mercados emergentes”.³

Vários são os indicadores deste ciclo, dentre os quais se destacam: o aumento significativo das aplicações nos fundos de investimento especializados nesses mercados,⁴ a valorização generalizada das bolsas de valores emergentes (em

média, 60% no acumulado do ano até outubro⁵) e dos respectivos mercados de ADRs,⁶ a forte queda dos *spreads* dos *junk bonds* e dos títulos emitidos pelos países emergentes e, assim, dos respectivos riscos-país (ver [Gráfico 1](#)), a conseqüente “indiferenciação” dos riscos e a onda de *upgradings* (que em geral sucede a queda destes riscos, avaliados pelo “mercado”). De acordo com a *The Economist*,⁷ o *rally* recente nos mercados emergentes e de *junk bonds* é um dos mais intensos da história e os *spreads* dos títulos *investment-grade* sobre as *Treasuries* são os menores em 20 anos.

O Brasil tem sido particularmente beneficiado neste mais recente período de “*feast*” (ver [Gráfico 1](#)). Além da continuidade do movimento de “ajuste” do risco-Brasil, que havia atingido patamares excessivamente altos em 2002, a reavaliação dos *ratings* da Rússia e do México, que passaram para a categoria de *investment grade*, fomentou a demanda por títulos externos soberanos brasileiros, seja em função da perspectiva de que o Brasil será o próximo país premiado com um *upgrading*,⁸ seja devido à demanda por rentabilidade, já que após aquelas reavaliações os papéis brasileiros tornaram-se o destaque no mercado de dívida dos países emergentes sem grau de investimento. Esses papéis foram os principais beneficiados pelo movimento de realocação do portfólio de fundos dedicados em mercados emergentes, seguidos pelos títulos da Turquia e da Colômbia.⁹

1 Esta seção contou com a colaboração de Gutemberg Claver de Lira Fragoso e Renato Oshiro, bolsistas de iniciação científica CNPq-PIBIC. Agradeço ao NEIT (Núcleo de Economia Industrial do Instituto de Economia da Unicamp) pela elaboração e cessão dos dados da balança comercial brasileira segundo o grau de intensidade tecnológica e, especialmente, a Célió Hiratuka e Fernando Sarti.

2 Sobre os determinantes deste contexto, ver SEÇÃO III do primeiro boletim da série *Política Econômica em Foco*. Procuramos mostrar a dinâmica de “*feast or famine*”, ou seja, de “auge e declínio”, que caracteriza o mercado financeiro internacional e, principalmente, os segmentos de maior rentabilidade e maior risco, como aquele dos títulos de dívida dos mercados emergentes. O FMI e o BIS em seus últimos relatórios trimestrais, publicados posteriormente ao nosso boletim, endossam essa conclusão, destacando a volatilidade intrínseca a esses mercados e a natureza cíclica deste mais recente ciclo de liquidez. Ver: BIS – Bank for International Settlements. *Quarterly Review*, Sept. 2003; IMF – International Monetary Fund. *Global Financial Stability*, Sept. 2003.

3 De acordo com vários gestores e analistas internacionais, o volume de recursos aplicados nos mercados emergentes é recorde desde 1998. Ver: Pavini, Angelo. O Brasil na onda dos emergentes. *Valor Econômico*, p. B1, 20 out. 2003; e Lachman, Desmond. Liquidez triunfa sobre fundamentos. *Valor Econômico*, p. A11, 3 dez. 2003.

4 De acordo com a consultoria internacional <EmergingPortfolio.com>, o saldo total dos fundos dedicados a mercados emergentes passou de US\$ 50,1 bilhões no início do ano para US\$ 80,4 bilhões no final de outubro.

5 Ver: Pettis, Michael. Bons mercados fazem boa economia? *Valor Econômico*, 1º caderno, 7 nov. 2003.

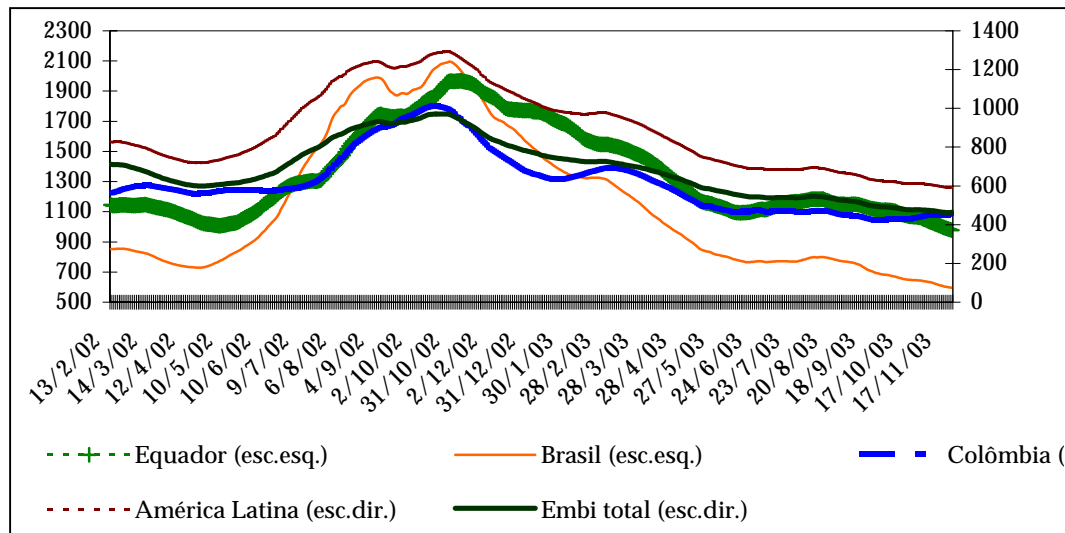
6 A alta do mercado de ADRs é generalizada. De acordo com o índice do *Bank of New York*, entre janeiro e outubro de 2003 a valorização dos ADRs brasileiros foi de 65,4%, dos filipinos de 170,91%; daqueles emitidos por Taiwan de 71,12% e por Cingapura, de 132,47%.

7 Ver: And the caravan moves on. Financial markets are in a forgiving mood. *The Economist* (Coluna: The dogs bark), Dec. 2, 2003. <economist.com>.

8 A agência de classificação de risco *Fitch Ratings* elevou o *rating* da dívida soberana brasileira em moeda estrangeira de longo prazo em uma escala, de “B” para “B+” dia 11 de novembro de 2003, um dia após o governo ter divulgado a assinatura do acordo preventivo com o FMI, no valor de US\$ 14 bilhões.

9 Com o *upgrading* da Rússia, a parcela *investment grade* do índice *EMBIplus* passou de 27% para 47% e do índice *EMBIglobal* de 27% para 50%.

Gráfico 1
EMBI plus, Brasil e países selecionados



Fonte: JP Morgan (Elaboração própria).

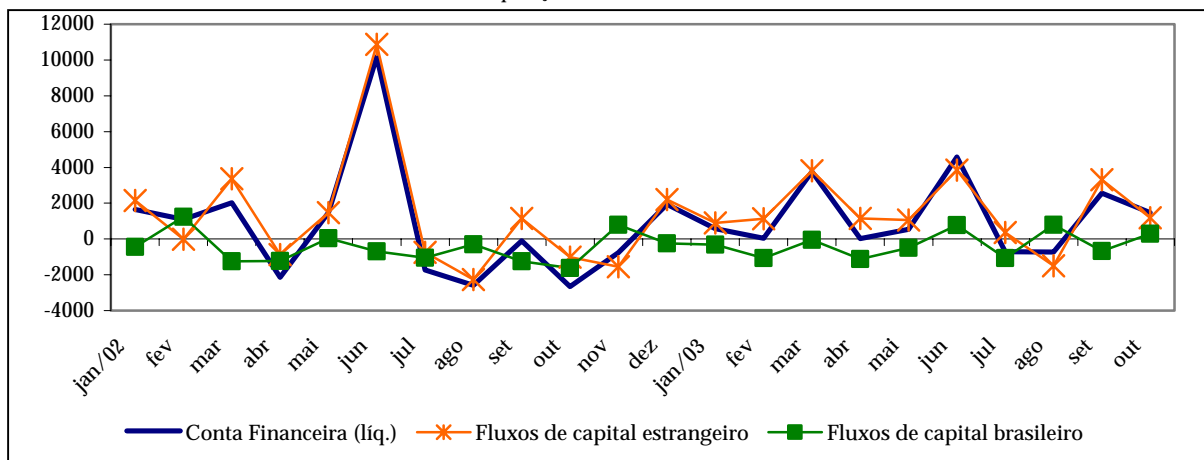
A manutenção da dinâmica de “*feast*” e do elevado apetite ao risco no mercado financeiro internacional foi a principal condicionante da evolução da conta financeira do Balanço de Pagamentos brasileiro em 2003. Após examinar, brevemente, essa evolução (item 1), esta seção do Boletim retoma o tema do Suplemento n. 5 – o desempenho da balança comercial em 2003 – e procura analisar de forma mais detalhada os determinantes do superávit excepcional de 2003 e as possibilidades de sua sustentação num contexto de retomada do crescimento, esperada para 2004 (item 2). Na última seção, analisa-se a evolução

dos passivos externos, a partir dos indicadores de vulnerabilidade externa (item 3).

1 A conta financeira

Ao longo de 2003, a conta financeira apresenta uma tendência de melhora, determinada, essencialmente, pelo comportamento dos fluxos de capitais estrangeiros, já que o fluxo líquido de capitais brasileiros para o exterior se mantém, em média, próximo a zero (ver [Gráfico 2](#)).

Gráfico 2
Composição da conta financeira

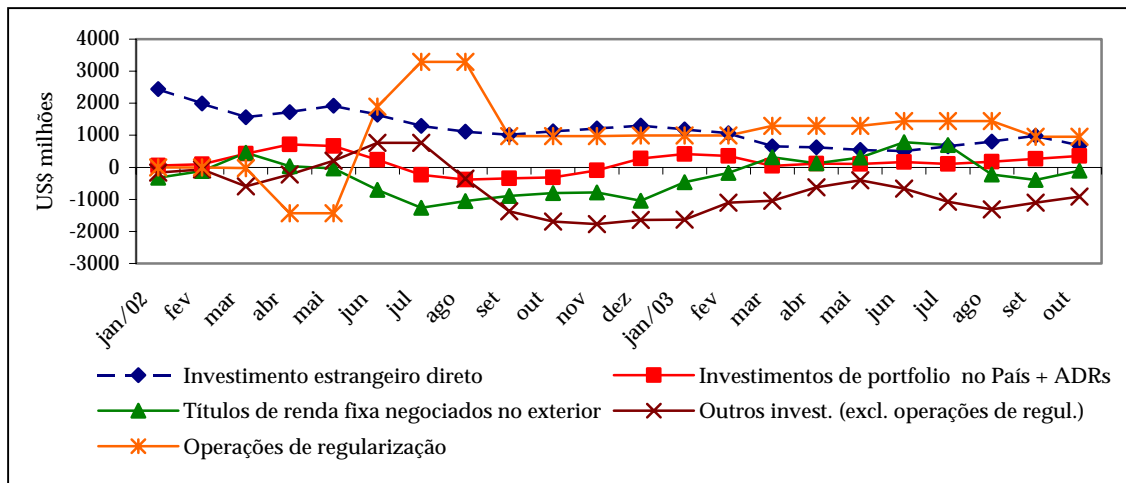


Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração própria).

Contudo, esta melhora é somente relativa. Por um lado, o ingresso líquido de recursos é mais significativo exatamente nos meses de liberação das parcelas do empréstimo do FMI (abril, junho e setembro). Por outro lado, considerando os fluxos de capitais voluntários, predominam as modalidades de fluxo mais voláteis – títulos de renda fixa no exterior, investimento de portfólio no país e ADRs –, o que reflete o contexto de excesso de liquidez internacional e elevado apetite

ao risco mencionado na Introdução. Já os investimentos externos diretos e outros investimentos (que incluem os empréstimos e financiamentos bancários e os créditos a fornecedores) apresentam tendência de queda, a qual fica evidente quando consideramos as médias móveis trimestrais (ver [Gráfico 3](#)). Nesse critério, somente o item “Investimentos de portfólio + ADRs” registram valores positivos.

Gráfico 3
Fluxos de capitais estrangeiros – média móvel trimestral



Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração própria).

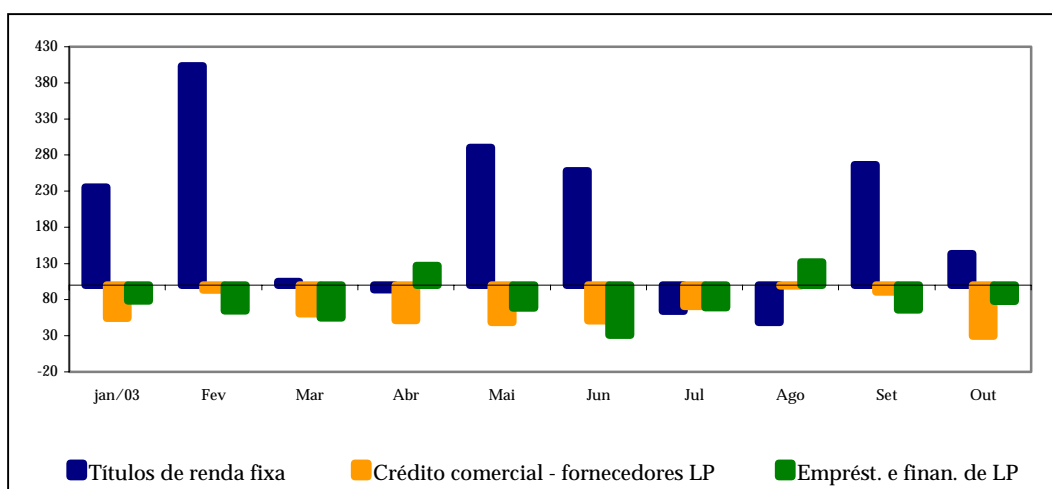
Os investimentos de portfólio no país têm se direcionado para a aquisição de ações na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) que, como as demais bolsas de valores emergentes, tem apresentado alta rentabilidade nesse ano. Assim, ao contrário do padrão observado após 1997, quando as aplicações no mercado de ADRs superaram aquelas na Bovespa, nesse ano os dois mercados tem absorvido um volume semelhante de recursos. A recente mudança de legislação referente às aplicações financeiras de investidores estrangeiros no País – autorizando a passagem direta entre os mercados de renda fixa e de ações, sem necessidade de fechar câmbio e, assim pagar duas vezes a CPMF – constitui mais um passo na desregulamentação da conta financeira, mas dado o patamar atual do cupom cambial, não deve induzir um direcionamento de recursos para os títulos de renda fixa.

Em relação ao perfil do endividamento externo, a evolução das taxas de rolagem (ver [Gráfico 4](#)) mostra que o endividamento securitizado (mediante emissões de títulos) continua sendo predominante – com taxas superiores a 100% em setembro e outubro –, enquanto que nas demais modalidades – empréstimos e financiamento de longo prazo e créditos de fornecedores de longo prazo – as emissões líquidas permaneceram negativas. Contudo, vale ressaltar a melhora do perfil deste endividamento. As taxas de rolagem positivas dos títulos de renda fixa no bimestre setembro-outubro estão associadas às colocações líquidas de médio e longo prazo e aos resgates líquidos de títulos de curto prazo (que predominaram no primeiro semestre). Essa mudança de composição reflete a própria queda do cupom cambial e a realocação dos portfólios dos investidores estrangeiros aos títulos brasileiros após o *upgrading* da Rússia.

No que diz respeito ao perfil dos emissores, após uma retração das captações das instituições financeiras entre julho e setembro e conseqüente predomínio das emissões corporativas, em outubro e novembro há uma retomada das emissões externas pelos bancos, com o objetivo declarado de utilizar os recursos como *funding* para as operações de crédito interno, diante das expectativas de retomada do crescimento em 2003.¹⁰

Contudo, mesmo que o perfil do endividamento externo nos últimos meses – seja das empresas, seja dos bancos – tenha melhorado (aumento dos prazos e redução do custo), ele não tem sido acompanhado por operações de *hedge* cambial, devido à melhora das expectativas e do “estado de confiança”, o que implica aumento da fragilidade financeira (ver SEÇÃO III).¹¹

Gráfico 4
Taxa de rolagem



Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração própria).

¹⁰ O Bradesco realizou uma emissão de dívida subordinada no valor de US\$ 500 milhões, a maior já realizada por um banco de país emergente. Esta dívida entra como capital nível 2 no patrimônio do banco (conhecida como “*tier 2*”) e, assim, amplia a capitalização e a possibilidade de ampliar os ativos, como os empréstimos, sem o comprometimento do índice de Basileia. Essa dívida é a última a ser paga em caso de falência e, por isso, embute um maior risco de crédito. A previsão do banco é de crescimento de 25% da carteira de empréstimo em 2004 (Lucchesi, Cristiane P. Bradesco capta US\$ 500 milhões, na maior emissão de dívida subordinada. *Valor Econômico*, p. C1, 21 out. 2003). Outros bancos de varejo – Unibanco, Itaú – já declararam a intenção de seguir os passos do Bradesco e lançar títulos de dívida subordinada no mercado internacional (Bellotto, Alessandra; Cotias, Adriana. Dívida subordinada ampara retomada do crédito. *Gazeta Mercantil*, p. B1, 27 out. 2003).

¹¹ A elevação da alíquota da Cofins prevista para 2004, ao aumentar a tributação sobre as operações financeiras, dentre as quais as de *hedge*, deve contribuir ainda mais nesse sentido, enquanto as expectativas otimistas persistirem. No momento de reversão dessas expectativas, essa elevação de custo deve desestimular as próprias emissões externas.

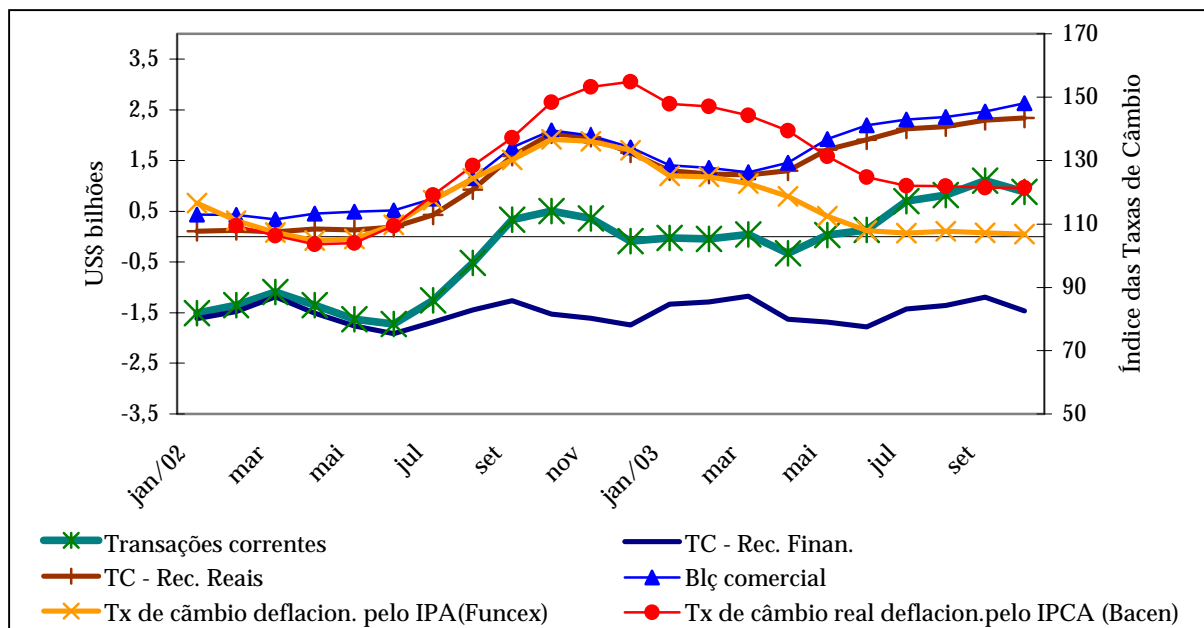
Essa situação relativamente favorável em termos de financiamento externo perdurará enquanto o período de “*feast*” se sustentar. Contudo, sua reversão em algum momento é inevitável: como indica a experiência história e, principalmente, aquela dos anos 90, após a fase de “*feast*” vem a “*famine*”. Vários analistas internacionais, especializados em mercados emergentes, têm chamado atenção para este risco, destacando o “descolamento” entre os preços de mercado (queda dos *spreads* dos títulos e dos riscos-país, valorização inusitada das ações e dos ADRs) e os fundamentos dos países “emergentes” que têm sido mais favorecidos por essa onda de euforia.¹² No caso do ciclo recente, os analistas projetam o fim do *boom* para meados de 2004, em decorrência de provável elevação dos juros nos

Estados Unidos, em resposta seja à desvalorização do dólar seja às pressões inflacionárias decorrentes da retomada do crescimento econômico (ver SEÇÃO I).

2 O desempenho da Balança Comercial

O desempenho da balança comercial foi o principal determinante da evolução da conta de transações correntes no período analisado, que apresenta superávit a partir de julho (ver [Gráfico 5](#)). Já a conta de recursos financeiros se mantém no mesmo patamar mensal. Ao contrário da conta de transações reais, a sensibilidade dessa conta seja às mudanças da taxa de câmbio seja às variações do nível de atividade doméstico é muito pequena dados os seus determinantes estruturais: o elevado passivo externo do País (ver item 3).

Gráfico 5
Transações correntes e taxa de câmbio real efetiva (média móvel trimestral)



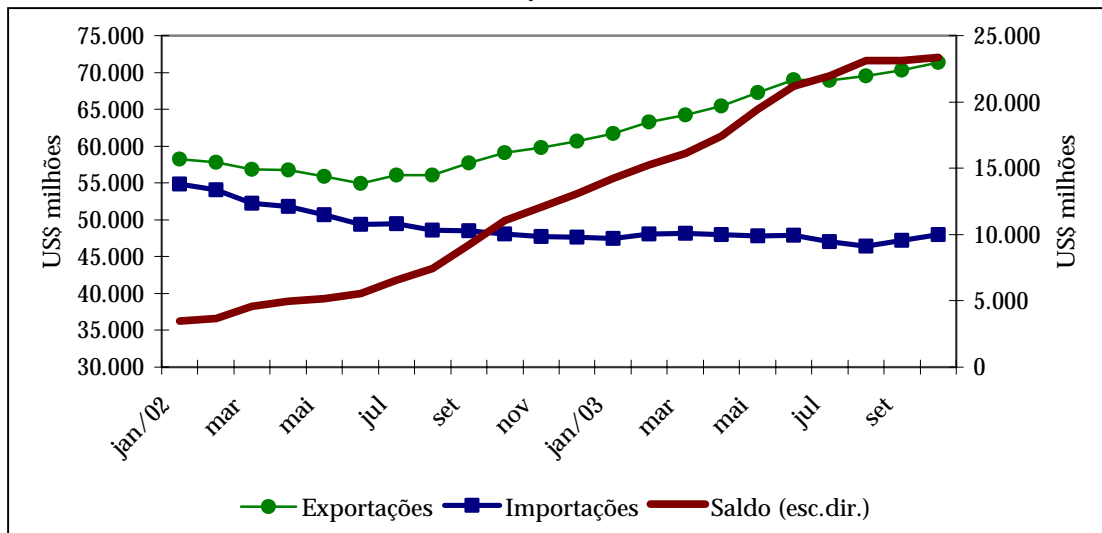
Fonte: Banco Central do Brasil e Funcex (Elaboração própria).

¹² Ver: Pettis (2003, op. cit.); Lachman (2003, op. cit.) e *The Economist* (2003).

Enquanto a reversão do déficit comercial nos primeiros anos após a desvalorização cambial de 1999 decorreu da queda mais que proporcional das importações em relação ao aumento das exportações, em um contexto de instabilidade da demanda doméstica (retração em 1999, recuperação em 2000 e nova desaceleração em 2001 e 2002), em 2003 o superávit é determinado pelo aumento das exportações, já que as compras

internas mantiveram-se praticamente estáveis (ver [Gráfico 6](#)). Assim, como ressalta estudo do IEDI (2003), o ajuste de 2003 é de melhor qualidade, dado o impacto expansionista das exportações sobre a demanda agregada – que, por sinal, evitou que a queda do PIB fosse ainda mais intensa em 2003 (ver SEÇÃO V) - e sobre o volume do comércio exterior.

Gráfico 6
Balança comercial



Fonte: MIDCI. Elaboração própria.

Nesta seção, pretende-se analisar os determinantes do saldo comercial excepcional de 2003. Para tanto, examina-se a performance da pauta de comércio exterior brasileiro de acordo com o seu perfil tecnológico, a partir da metodologia da UNCTAD (2002).¹³

Essa abordagem revela-se fundamental para a análise da sustentabilidade deste saldo num contexto de retomada sustentável do crescimento. Isto porque, como mostram estudos recentes, baseados nesta mesma metodologia,¹⁴ o perfil tecnológico do comércio exterior brasileiro é o principal determinante do seu baixo dinamismo, associado às assimetrias das pautas de exportação e importação em relação, principalmente, ao grau

13 Ver: UNCTAD. *Trade and Development Report*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 2002, cap. 3. Os dados foram elaborados pelo NEIT/IE. Essa metodologia agrega produtos da *Standard Internacional Trade Classification (SITC) Revisão 2* a três dígitos de desagregação de acordo com o grau de intensidade. As categorias são: *commodities* primárias, produtos intensivos em trabalho e recursos naturais; bens de baixa intensidade tecnológica; bens de média intensidade tecnológica (MI); bens de alta intensidade tecnológica (AI); e produtos não classificados. Para obter essa agregação, o NEIT retribuiu os dados brutos da SECEX criando tradutores para converter os dados do Sistema Harmonizado (NCM) para os mais agregados níveis da SITC, Revisão 2 a três dígitos.

14 Sarti, Fernando; Sabbatini, Rodrigo. *Conteúdo tecnológico do comércio exterior brasileiros*. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2003 (Trabalho não publicado); Coutinho, L; Hiratuka, Célio; Sabbatini, Rodrigo. *O desafio da construção de uma inserção externa dinamizadora*. Texto produzido para o Seminário Brasil em Desenvolvimento. Rio de Janeiro: UFRJ, set. 2003. Enquanto o primeiro estudo utiliza uma amostra composta pelos 22 produtos mais dinâmicos no período 1990-99, o segundo baseia-se numa amostra dos 15 produtos mais relevantes para o crescimento das exportações mundiais, para o período 1990-2000.

de intensidade tecnológica¹⁵: do lado das exportações predominam as *commodities* primárias (participação superior a 40% da pauta na média 2000-2002) e as importações são concentradas em produtos de média e alta intensidade tecnológica. Se considerarmos o saldo comercial, essa assimetria é ainda maior: somente o setor de *commodities* primárias apresenta um superávit significativo; enquanto que os segmentos intensivos em tecnologia são deficitários (Sarti & Sabbatini, 2003).

Como mostra a [Tabela 1](#), em 2003 (dados até setembro) o saldo comercial continuou concentrado em *commodities* primárias e setores intensivos em trabalho e recursos naturais. Assim, as sucessivas desvalorizações cambiais após 1999 não foram capazes de alterar este padrão de inserção comercial externa, como já sinalizavam diversas análises realizadas com dados até 2002.¹⁶

Tabela 1
Exportações, Importações e Saldo Comercial, segundo intensidade tecnológica

	1997		2000		2001		2002		2003 ⁽¹⁾	
	Valor ⁽²⁾	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Exportações	52.986		55086		58223		60361		52771	
Commodities Primárias	23.323	44	21036	38	23438	40	24458	41	22153	42
Intensivas em Trab. e Rec. Nat.	6.450	12	6709	12	6842	12	7052	12	5998	11
Baixa Intensidade	4.989	9	4529	8	4102	7	4716	8	4376	8
Média Intensidade	10.759	20	10298	19	10389	18	10460	17	9722	18
Alta Intensidade	5.523	10	9804	18	9492	16	8860	15	6276	12
Não classificados	1.942	4	2710	5	3959	7	4815	8	4246	8
Importações	61.528		55783		55582		47222		34645	
Commodities Primárias	8.732	14	6473	12	5544	10	5197	11	4260	12
Intensivas em Trab. e Rec. Nat.	3.928	6	2922	5	2653	5	2142	5	1537	4
Baixa Intensidade	2.272	4	1756	3	1915	3	1644	3	1186	3
Média Intensidade	20.035	33	15627	28	17636	32	14339	30	9842	28
Alta Intensidade	18.635	30	20095	36	19569	35	16353	35	12027	35
Não classificados	7.927	13	8910	16	8265	15	7547	16	5791	17
Saldo	-8.542		-698		2641		13139		18125	
Commodities Primárias	14.590	-	14563	-	17894	-	19261	-	17894	99
Intensivas em Trab. e Rec. Nat.	2.522	-	3786	-	4189	-	4910	-	4461	25
Baixa Intensidade	2.718	-	2773	-	2187	-	3073	-	3191	18
Média Intensidade	-9.275	-	-5329	-	-7247	-	-3879	-	-121	-
Alta Intensidade	-13.112	-	-10291	-	-10077	-	-7493	-	-5751	-
Não classificados	-5.985	-	-6200	-	-4306	-	-2732	-	-1546	-

Fonte: Secex. Elaboração NEIT-IE-UNICAMP.

Notas:

(1) Acumulado jan-set. Dados preliminares, sujeitos à modificação

(2) Valores em US\$ milhões

¹⁵ Sobre o baixo dinamismo das exportações brasileiras, ver também: IEDI – Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. *Radiografia das exportações brasileiras*. São Paulo, abr. 2003a.

¹⁶ Sarti & Sabbatini (2003) e Coutinho, Hirakuta & Sabbatini (2003) analisam a composição da pauta exportadora. Sobre a pauta importadora, ver: IEDI. *As importações brasileiras no período 1995-2002*. São Paulo, nov. 2002 e; Rocha, Gustavo de Britto. *Abertura comercial e reestruturação industrial no Brasil: um estudo dos coeficientes de comércio*, 2002. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2002. (Dissertação, Mestrado em Ciências Econômicas). Sobre a pauta de comércio exterior como um todo, ver: Carneiro, Ricardo. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quartel do século XX*. São Paulo: Editora Unesp/IE-Unicamp, 2002.

Este resultado era de se esperar, dados os determinantes estruturais deste padrão, que se consolidou na segunda metade dos anos 90 como reflexo da reestruturação produtiva induzida pelo tripé: abertura comercial, valorização real da moeda doméstica e novas estratégias das empresas transnacionais (ETs).¹⁷ Como ressalta Carneiro (2002), esse processo resultou numa “especialização regressiva” da indústria doméstica – redução da importância dos setores intensivos em tecnologia e capital e, simultaneamente, diversificação e ampliação dos setores tradicionais, baseados em recursos naturais e trabalho – e numa elevação expressiva e muito mais intensa do coeficiente importado relativamente ao exportado.¹⁸ Para essa elevação,

17 O aumento da participação das ETs na estrutura produtiva e no comércio exterior brasileiro não implicou melhora da inserção externa do País, como ocorreu em outros países em desenvolvimento, como Malásia e China devido, em grande parte, às diferentes formas de integração das filiais (UNCTAD. *Trade and Development Report*, 2003). No caso brasileiro essa integração foi assimétrica: as filiais participam muito mais como compradoras de componentes, para atender o mercado interno ou, no máximo, regional, do que como fornecedoras globais dentro sistemas internacionais de produção. Nos setores mais dinâmicos (telecomunicações, automobilístico e equipamentos de informática), as filiais brasileiras ocupam uma posição marginal nas redes de fornecimento intra-firma (Coutinho, Hiratuka & Sabbatini, 2003). Ademais, as estratégias das ETs nos anos 90 – investimentos em setores *non-tradables*, com destaque para os privatizáveis, com predominância das aquisições – não alteraram a formação bruta de capital fixo e continuaram subordinadas ao objetivo de explorar o mercado interno. Sobre essas estratégias, ver: Laplane, Mariano; Sarti, Fernando. *Investimento direto estrangeiro e o impacto sobre a balança comercial nos anos 90*. Brasília: Instituto de Economia Aplicada, 2003 (Texto para Discussão, n. 629).

18 Entre 1990 e 1998, o coeficiente importado passa de 5,7% para 20,3%, enquanto o exportado de 8% para 14,8% respectivamente (Carneiro, 2002). Ademais, as importações de produtos de alta intensidade foram as principais responsáveis pelo crescimento significativo das compras externas neste período, que se concentrou no período de abertura com valorização cambial e crescimento do mercado interno (1989-1997) e envolveu um amplo espectro de produtos, principalmente bens de capital e insumos (Sarti & Sabbatini, 2003). Como ressalta Carneiro (2002), a estratégia de abertura comercial adotada no Brasil – rápida, abrangente e sem salvaguardas – num contexto internacional de intensas mudanças tecnológicas explica em grande parte a concentração das importações nos setores intensivos em tecnologia e capital. No mesmo sentido, Rocha (2002) a partir dos dados da matriz de insumo produto (para 1990 e 1996), mostra a elevação consistente dos coeficientes de importações no período após a abertura, a qual esteve, associada, principalmente, ao aumento do consumo intermediário importado.

foram decisivas estas estratégias, nas quais o fluxo de comércio intra-firma é cada vez mais relevante, dada a importância crescente do *global sourcing* (Sarti & Sabbatini, 2003).

Mas, se o superávit comercial de 2003 ancora-se no mesmo padrão pouco dinâmico de inserção externa, o que explica seu valor excepcional neste ano?

Como ressaltado no início desta seção, em 2003 o desempenho das exportações foi decisivo para este superávit. Vários estudos divulgados recentemente procuram examinar os determinantes deste desempenho.¹⁹ As conclusões são, de forma geral, semelhantes às daquelas do Suplemento n. 5, que se dedicou a esse tema, quais sejam: desvalorização cambial de 2002; retração do mercado interno; aumento dos preços internacionais das *commodities*; crescimento significativo das economias argentina e, principalmente, chinesa.

Esses estudos, que se baseiam em diferentes metodologias de classificação das exportações,²⁰ destacam que o desempenho exportador foi bastante generalizado setorialmente. Contudo, a análise da composição das exportações por grau de conteúdo tecnológico mostra que essa performance generalizada não foi capaz de alterar as participações relativas de cada categoria de bens no total exportado, que permanecem praticamente as mesmas dos anos anteriores: as *commodities* primárias mantêm a liderança, seguidas pelos produtos de média intensidade tecnológica e pelos intensivos em trabalho e produtos naturais.

A exceção é o setor de alta intensidade tecnológica, cuja participação decresce em relação

19 FUNCEX – Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior. *Boletim Setorial*, Rio de Janeiro, ano VII, n. 4, 2003a; IEDI. *As exportações brasileiras em 2003*. São Paulo, nov., 2003b. Ver também: BNDES. *Sinopse Econômica*, n. 129, out. 2003.

20 O estudo do IEDI (2003b) utiliza a metodologia de um trabalho recente do Banco Mundial para a classificação das exportações. Já a FUNCEX utiliza a classificação setorial da matriz insumo-produto do IBGE.

ao período 2000-2002. O principal determinante deste declínio foi a conjuntura internacional adversa enfrentada pelo setor aeronáutico (após os atentados de 11 de setembro de 2001),²¹ setor líder das exportações brasileiras de AI e responsável pelo aumento da participação desse segmento na pauta de exportações de 10,5% em 1997 para 16,3% em 2001 (ver Tabela 1).²² Este declínio revela-se ainda mais indesejável se consideramos que é apenas neste setor que a participação do País no grupo de produtos mais dinâmicos no comércio internacional é mais expressiva, constituindo o principal exemplo de inserção externa exitosa, alcançada mediante o “*fortalecimento do binômio empresa nacional (Embraer/fornecedores locais)/planejamento público (desenvolvimento tecnológico e financiamento)*” (Coutinho, Hirakuta & Sabbatini, 2003).

Em relação aos segmentos líderes das exportações brasileiras, é importante ressaltar alguns fatores que contribuíram para seu desempenho acima da média em 2003.

No caso dos bens manufaturados de forma geral – seja os intensivos em trabalho e recursos naturais, seja os de baixa tecnologia, seja os de média tecnologia –, nos quais a concorrência via preço é importante e, assim, a desvalorização significa aumento da competitividade (diretamente proporcional à elasticidade-preço da demanda), a evolução da taxa de câmbio favoreceu as exportações devido ao seu patamar elevado até o início do ano. Como as decisões de produzir e de celebrar contratos de exportação são tomadas com antecedência (de no mínimo 6 a 9 meses), as exportações ao longo de 2003

²¹ Na análise do IEDI (2003b) somente o produto “aviões” registra contribuição negativa (de 7,1%) ao crescimento das exportações no período janeiro-setembro de 2003.

²² Sarti & Sabatini (2003) destacam que após a adoção do regime de câmbio flutuante em 1999 as exportações de produtos de alta e média intensidade foram impulsionadas, corroborando para o argumento de que a valorização cambial havia corroído parcialmente os ganhos de eficiência produtiva destes segmentos. Contudo, de acordo com os autores, ao que tudo indica esse desempenho esteve mais associado à mudança cambial e ao comportamento do nível de atividades, do que a fatores estruturais.

constituem uma resposta ao câmbio favorável de 2002 (IEDI, 2003b).²³ Nesses setores, a retração do mercado doméstico e da renda real também contribuiu para o crescimento das vendas externas, não somente pelo seu efeito depressivo sobre a demanda – induzindo vários segmentos da indústria a direcionar para o exterior uma parcela ainda maior da sua produção –, mas também por significar menores custos salariais (que, por sinal, tem atenuado os efeitos negativos da valorização cambial ao longo de 2003).

No segmento de média intensidade tecnológica, sua participação elevada no total das exportações é explicada, principalmente, pelas vendas externas do complexo automotivo. Em 2003, essas vendas, principalmente de veículos de passageiros, foram impulsionadas não somente pelo efeito-câmbio e pela contração do mercado interno, mas também pelo o acordo comercial com o México (IEDI, 2003b) e pelo aumento das vendas para a Argentina – impulsionadas pela reativação econômica deste país após a crise de 2001-2002. No segmento de baixa intensidade tecnológica, no qual se destaca o setor siderúrgico, além do binômio câmbio competitivo e baixa demanda interna, dois fatores externos contribuíram para o aumento das exportações: a valorização dos preços das *commodities* e o crescimento inusitado da economia chinesa.²⁴

São exatamente esses dois últimos fatores que explicam o desempenho excepcional do segmento de *commodities* primárias, líder da pauta

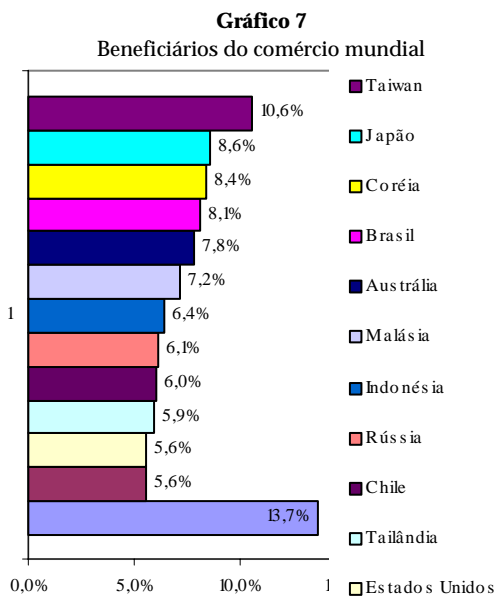
²³ A estimativa da FUNCEX para a defasagem entre a evolução da taxa de câmbio real efetiva e o *quantum* exportado dos bens manufaturados corrobora essa conclusão: a defasagem entre essas duas variáveis é de, aproximadamente, nove meses. Assim, o *quantum* de manufaturados só sentirá plenamente os efeitos negativos da valorização do Real em 2003 no início de 2004. Ver: FUNCEX. *Boletim de Comércio Exterior*, Rio de Janeiro, Ano VII, n. 5, 2003b.

²⁴ Assim, interrompem-se duas tendências ressaltadas por Sarti & Sabatini (2003): de queda das exportações do complexo automobilístico após 1997, devido ao pior desempenho das exportações para o Mercosul/Argentina; e de redução da participação do setor de baixa intensidade tecnológica na pauta, que recuou de 14,4% em 1989 para 7% em 2001, associada, sobretudo, à redução de quase 47% das vendas de produtos siderúrgicos entre 1989 e 2001.

de exportação brasileira. Neste segmento, o efeito-câmbio não é tão relevante, pois o Brasil é um importante ofertante em vários mercados (como café, soja, algodão), fazendo com que a desvalorização pressione os preços para baixo sem ampliar proporcionalmente as quantidades exportadas e, no limite, anule os ganhos decorrentes da variação cambial. Ou seja, o Brasil é detém parcela expressiva da oferta nesses mercados que tem uma elasticidade-preço da demanda pequena.²⁵ Nesta categoria de bens, o principal determinante do crescimento do valor das exportações foi a elevação dos preços das *commodities*,²⁶ que se iniciou em 2002 e se intensificou no segundo semestre deste ano.²⁷ Ademais, no caso do agronegócio, que tem uma participação expressiva neste segmento, o aumento da competitividade também decorreu do crescimento da produtividade associado aos

ganhos de escala (com a expansão da área plantada), ao desenvolvimento de novas sementes (embrapa) e aos baixos salários.²⁸

O papel da demanda chinesa no desempenho das exportações de *commodities* primárias (complexo soja, minérios) e bens de baixa intensidade tecnológica (siderurgia) é fundamental. A China desponta em 2003 como segundo principal país de destino das exportações brasileiras, podendo ser considerada um “novo mercado”.²⁹ O Brasil é o quarto principal beneficiário do crescimento das exportações mundiais em 2003, impulsionado principalmente pelas importações chinesas (ver [Gráfico 7](#)). E, o segundo país “motor” do crescimento do comércio mundial em 2003 foi exatamente a Argentina, o terceiro mercado de destino das exportações brasileiras (ver [Gráfico 8](#)).

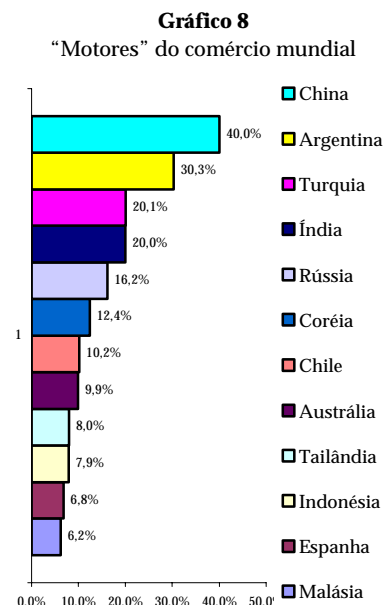


Fonte: Morgan Stanley. The Global Trade Boom: a flash in the pan (Economic Trends), *Global Economics*, Nov. 24, 2003.

²⁵ É interessante mencionar que se consideramos o saldo comercial, concentrado nesse setor, a contribuição da desvalorização cambial é ainda menor.

²⁶ Por exemplo, no caso do complexo soja, cujo desempenho foi fundamental para as exportações brasileiras em 2003, os aumentos foram de 33,6% para o grão, 38,3% para o farelo e 26% para o óleo (Ferrari, Livia. Saldo brasileiro já está entre os dez maiores do planeta. *Relatório Gazeta Mercantil – Comércio exterior*, 27 nov. 2003).

²⁷ Para uma análise dos determinantes desta elevação ver SEÇÃO II do Boletim anterior e Suplemento n. 5.



Fonte: Morgan Stanley (2003, op. cit.).

²⁸ Dos 26 setores analisados pela FUNCEX, 14 tiveram variação positiva dos preços, com destaque para agropecuária, siderurgia, celulose, papel e gráfica (Funcex, 2003a). Contudo, de acordo com o IEDI (2003b), o aumento dos preços em 2003 não foi suficiente para compensar as perdas dos últimos anos, associadas, em parte, ao protecionismo e subsídios dos países desenvolvidos em setores como agropecuária e agroindústria.

²⁹ O excepcional crescimento da economia chinesa explica não somente o aumento da quantidade exportada, mas também dos preços internacionais das *commodities* (ver SEÇÃO I).

Assim, ironicamente, nossa pauta exportadora pouco dinâmica e concentrada em *commodities* agrícolas e industriais, revelou-se conjunturalmente “funcional” dadas as características da expansão econômica da China (investimentos em novas plantas, etc) e o patamar inusitadamente alto dos preços das *commodities*.

Em relação aos produtos não classificados, vale mencionar que o aumento da sua participação na pauta de exportação desde 1997 está associado, em grande parte, ao desempenho do setor de petróleo e derivados. Este desempenho está associado à política da Petrobrás (e não ao estímulo cambial), sendo que em 2003, efeito preço, associado à guerra do Iraque também foi importante (IEDI, 2003b).

Mas, o desempenho excepcional das exportações não teria “contaminado” o saldo comercial caso as importações tivessem apresentado crescimento, mesmo que mais modesto, em 2003. Assim, a compreensão do saldo comercial de 2003 também requer uma análise das compras internas (que têm sido negligenciadas pela maior parte dos estudos recentes sobre o tema).

Em 2003, no acumulado até outubro, o valor importado manteve-se praticamente estável em relação ao mesmo período do ano anterior, ao contrário do observado no período 1990-2002, quando a queda deste valor foi a principal responsável pelo superávit comercial. Contudo, o aumento dos preços em todas as categorias de uso – na média, 6,3%– foi o principal determinante da sustentação deste valor.³⁰ Já o *quantum* importado manteve a tendência de queda – mais intensa em bens de capital e consumo duráveis³¹ –, com exceção da categoria bens intermediários, cuja quantidade importada registrou ligeira alta (ver [Tabela 2](#)).

Este comportamento do *quantum* de bens intermediários, num ambiente de baixo

³⁰ Setorialmente, os aumentos dos preços foram mais intensos nos setores de alimentícios, siderúrgicos, metalúrgicos e relacionados a petróleo (FUNCEX, 2003a).

³¹ O baixo nível de atividade doméstico se refletiu na queda do *quantum* importado de 24 dos 29 setores analisados pela FUNCEX (2003a).

crescimento interno, reflete, possivelmente, os limites à sua retração, devido à elevação estrutural do coeficiente importado nesta categoria de uso, principalmente nos segmentos mais intensivos em tecnologia³² – reflexo das estratégias empresariais de racionalização com aumento do conteúdo importado após a abertura e do predomínio das ETs nesses setores, cuja organização da produção ancora-se no *global sourcing* –, que torna as importações de matérias-primas e componentes de MI e AI menos sensíveis às desvalorizações cambiais.³³ Vale mencionar que a queda nas importações de alguns setores AI em 2002 e 2003 – como material elétrico e equipamentos de telecomunicações – decorre, sobretudo, de fatores conjunturais: fim do ciclo de expansão em telecomunicações e retração de outros segmentos demandantes de insumos importados como informática e bens eletrônicos de consumo (efeito “apagão”). Ademais, houve queda das importações de peças para aeronaves, também classificadas como AI, reflexo da redução das exportações de aviões após 2001.³⁴ Já no caso do setor de MI, a queda é explicada pelo segmento de veículos automotores, reflexo da retração do mercado interno e, em alguma medida, do efeito-câmbio, que pode ter induzido mudanças nas estratégias das ETs, como a substituição de alguns insumos importados por produção doméstica.

³² De acordo com Rocha (2002), o aumento do conteúdo importado foi mais intenso nos setores de material eletroeletrônico; automóveis caminhões e ônibus; químicos diversos; farmacêutica e perfumaria; indústria têxtil e outros veículos e peças.

³³ O estudo do IEDI (2002) aponta nessa mesma direção, mostrando que a elevada participação de bens intermediários na pauta se mantém no período 1999-2001, inclusive superando em 2000/01 o pico registrado em 1997, indicando que o aumento do consumo de bens intermediários importado foi mantido mesmo após a mudança da política cambial em 1999. Apesar do segmento como um todo ter sido insensível à desvalorização cambial (já que o valor total importado aumentou) em alguns segmentos, onde a queda das importações foi significativa e perdurou após a recuperação do crescimento em 2000/01, pode ter ocorrido substituição de importações.

³⁴ Dos setores com variação positiva no valor, o aumento do *quantum* foi mais expressivo nos setores agropecuário e minerais não metálicos – associado à importação de componentes de produtos exportados – e em químicos diversos – no qual o elevado nível de utilização da capacidade dificulta a substituição de importações (FUNCEX, 2003a).

Tabela 2
Preço e quantum das importações por categoria de uso (variações em %)

	Total		BK		BI		BCD		BCND		Combustíveis	
	P	Q	P	Q	P	Q	P	Q	P	Q	P	Q
out03/out02	0,6	16,8	-8,9	62,2	2,1	11,8	7,6	-15,3	4,9	9,2	3,1	5,7
acumul.ano	6,2	-5,6	3,7	-24,3	4,3	1,8	3,4	-16,2	0,1	-4,2	24,3	-10,7

Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Nas demais categorias de uso, a queda do *quantum* reflete, sobretudo, o baixo nível de atividade doméstico. Enquanto os setores de bens de consumo duráveis e não duráveis foram penalizados pela queda da demanda interna, decorrente do aumento do desemprego e da corrosão dos rendimentos reais do ocupados, a contração das importações de bens de capital decorre do patamar historicamente baixo da taxa de investimento (ver SEÇÃO V). Ademais, de acordo com o estudo do IEDI (2002), baseado numa análise minuciosa do desempenho das importações por categoria de uso de 1999 até setembro de 2002, há indícios de substituição de importações nessas suas categorias de uso, a qual também explicaria a trajetória descendente da quantidade importada após 1999.

No caso de bens de consumo, as importações sofreram grandes reduções quando das desvalorizações de 1999 e 2001 (retração de 41% e superior a 50% para um conjunto de itens selecionados entre 1998 e 2001³⁵), sinalizando que deve ter se processado uma substituição de importações. Em bens de capital, a redução das importações de máquinas e equipamentos (de baixa e média intensidade tecnológica) e de tratores após a mudança cambial sugere que também pode ter ocorrido uma substituição de importações nesses segmentos, mas que foi acompanhada por aumento da importação de partes e peças (bens intermediário) para bens de capital. E em material elétrico e equipamentos eletrônicos, bens de alta intensidade tecnológica,

³⁵ Eletrônica de consumo, Automóveis, Papel, papelão e artefatos de papel, Artigos de vestuário e outros produtos têxteis Produtos de couro e calçados; Produtos de madeira e mobiliário, Bens alimentícios, como arroz beneficiado, carne bovina, laticínios.

classificados como bens de capital, não há sinais de substituição de importação.³⁶

Quais as possibilidades de sustentabilidade do superávit excepcional de 2003 (que deve se aproximar de US\$ 24 bilhões), se as expectativas de retomada do crescimento se confirmarem? Não se pretende, aqui, fornecer uma resposta a essa questão, dada a multiplicidade e complexidade dos fatores envolvidos, muitos dos quais dependentes da trajetória da economia internacional nos próximos anos, inerentemente incerta (como a evolução dos preços das *commodities* e da demanda nos três principais mercados de destino das exportações brasileiras, Estados Unidos, China e Argentina). Contudo, é possível levantar algumas hipóteses sobre o desempenho do saldo comercial no curto prazo (2004) – quando se espera uma taxa de crescimento de 3,5% a.a, ancorada num ciclo de consumo de bens duráveis, impulsionado pela expansão do crédito (ver SEÇÃO III e V) – e no médio e longo prazo, quando a manutenção do crescimento econômico demandará a recuperação das taxas de investimento.

Em 2004, com esse perfil de crescimento liderado pelo consumo, o saldo comercial deve permanecer elevado, mas inferior ao de 2003 (no intervalo de US\$ 16,5 bilhões e US\$ 19,5 bilhões segundo estimativa da FUNCEX).

³⁶ De acordo com a FUNCEX (2003b), as fortes quedas do *quantum* de importação desde o final de 2001 refletem em parte da desvalorização real do câmbio e a retração do nível de atividade doméstico. Mas, a intensidade da queda do *quantum* importado foi muito mais expressiva do que da produção industrial, o que indicaria um processo de substituição de importações.

Do lado das exportações, mesmo que não se repita o valor recorde de 2003, seu patamar deve se manter elevado. Se por um lado, a retomada, mesmo que modesta do crescimento, num contexto de câmbio menos competitivo, aumentará a atratividade do mercado interno para diversos setores,³⁷ por outro lado, dado o perfil desta retomada, esse efeito não será muito intenso, pois os setores de bens de consumo duráveis (eletrodoméstico, eletro-eletrônico, automobilística), material de transporte e não-duráveis (vestuário e confecções; alimentos) têm capacidade ociosa e, assim, possibilidade de aumentar a oferta para o mercado interno sem comprometer ou comprometendo, marginalmente, as exportações.³⁸ Já alguns setores exportadores tradicionais, principalmente da indústria de base (papel e papelão, siderurgia e metalurgia)³⁹ – que estão com alto nível de utilização da capacidade instalada, como reflexo da expansão da produção em resposta à desvalorização cambial de 2002 e ao aumento dos preços internacionais – terão dificuldades de aumentar suas exportações. Mas, o segmento de *commodities* primárias, líder da nossa pauta, deve manter seu excelente desempenho, ancorado, sobretudo no complexo soja, diante da safra projetada para o próximo ano e da provável manutenção dos preços internacionais elevados num contexto de crescimento econômico sincronizado nos países centrais (ver SEÇÃO I).

Já as importações devem ressentir mais a recuperação da atividade econômica em 2004. A reação do *quantum* importado de todas as categorias de uso a partir de setembro, como resposta à ligeira melhora do nível de atividades no segundo semestre deste ano, pode ser

³⁷ De acordo com a FUNCEX (2003a), 23 dos 26 setores analisados apresentaram queda na rentabilidade das exportações de janeiro a setembro de 2003, a qual se refletirá nas vendas externas em 2004, dada a defasagem entre a evolução da taxa de câmbio e a quantidade exportada.

³⁸ Karam, Rita et al. Só as empresas que exportam estão investindo. *Gazeta Mercantil*, p. A1 e A-16, 3 nov. 2003; Leo, Sérgio. Exportações continuam crescendo. *Valor Econômico*, p.A5, 4 nov. 2003; IEDI (2003b).

³⁹ Informações da Sondagem Conjuntural do IBRE/FGV.

interpretada como um prenúncio do aumento das compras internas em 2004. Mas, este deve ocorrer, sobretudo, no setor bens de consumo, provável líder desta recuperação, no qual a substituição de importações “mais fácil” ocorreu em 2000/01 e já deve ter se esgotado (exceto em automóveis), de acordo com o IEDI (2002) e a FUNCEX (2003b). Nos setores de bens de capital e intermediários, mesmo num contexto de desempenho medíocre do investimento, deve haver aumento das importações dados seus patamares extremamente baixos após sucessivas reduções no período 1999-2003 e o estímulo do câmbio mais favorável.

Contudo, considerando um cenário de médio e longo prazo (após 2005), se ocorrer um crescimento sustentável, ancorado em taxas mais elevadas de investimento, o aumento das importações, principalmente de bens intermediários e de capital de alta e média intensidade tecnológica, se revelará inevitável, dado o elevado conteúdo importado da produção doméstica e maior elasticidade-renda desses segmentos, tornando o valor das suas compras externas função crescente da taxa de crescimento da economia.⁴⁰ Contudo, talvez isto ocorra com uma defasagem de 2 a 3 anos, devido à retração dos setores em questão, como qualificam Sarti & Sabbatini (2003). Ademais, em alguns setores de maior intensidade tecnológica, como equipamentos eletrônicos e material elétrico, o grau elevado de comércio intra-firma torna as respectivas importações menos sensíveis a política horizontais, como a cambial.

Nesses setores de alta e média intensidade tecnológica, é pouco provável que ocorra uma substituição de importações espontânea, em resposta às variações de preços relativos, devido às escalas de produção necessárias e ao controle da tecnologia pelas grandes empresas transna-

⁴⁰ Por exemplo, em 2000, com câmbio já desvalorizado mas com crescimento do PIB, o valor importado pelo setor de AI superou US\$ 20 bilhões, revelando um aumento estrutural na elasticidade-renda das importações desse grupo, que contamina a pauta de importações como um todo (Sarti & Sabbatini, 2003).

cionais, que dominam esses setores (Carneiro, 2002; IEDI, 2002). Pelo contrário, esta substituição depende da coordenação do Estado, mediante políticas industrial, de ciência e tecnologia e de comércio exterior integradas, voltadas para: a atração de investimentos destas empresas, a valorização da participação das filiais brasileiras nas redes mundiais de fornecimento; e ampliação dos investimentos de empresas nacionais do setor (Coutinho, Hiratuka & Sabbatini, 2003).⁴¹

Vale mencionar que na política industrial recentemente divulgada pelo governo Lula, apesar de não haver nenhuma menção explícita à necessidade de substituição de importações (ao contrário da ênfase na expansão das exportações), como os setores selecionados como prioritários – semicondutores, software, fármaco e medicamento e bens de capital – têm elevado coeficiente de importação; se a política se tornar efetiva pode ocorrer uma expansão da produção local e, assim redução desses coeficientes, com efeitos positivos sobre a balança comercial.⁴² No entanto, esta efetividade é questionável na atual conjuntura macroeconômica. Enquanto a combinação de preços-chave – câmbio flutuante e valorizado e taxas de juros em patamares ainda elevados – desestimula as decisões de investimento, a política fiscal voltada para obtenção de superávits fiscais pode abortar essas iniciativas, que demandam a expansão dos gastos públicos.

Finalmente, alguns comentários sobre o desempenho das exportações no médio e longo prazo. A manutenção da importância do grupo de *commodities* primárias na pauta de exportação

⁴¹ Para um detalhamento dessas políticas, ver: Coutinho, Luciano & Sarti, Fernando. A integração das políticas tecnológica e de comércio exterior. In: Velloso, João Paulo dos Reis (Org.). *Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado* (Fórum Nacional do Desenvolvimento). Rio de Janeiro: José Olympio Editora.

⁴² Esses efeitos também podem vir do lado das exportações, pois no conjunto dos 15 produtos mais relevantes para o crescimento das exportações mundiais entre 1990-2000, estão bens de capitais como componentes (semicondutores, equipamentos e peças para telecomunicações) e farmacêuticos (Coutinho, Hiratuka & Sabbatini, 2003).

brasileira reproduz as fragilidades estruturais desta pauta: além da vulnerabilidade às flutuações dos preços internacionais, esses são os produtos de menor potencial de crescimento da demanda e da produtividade.⁴³ Este grupo, que mais contribui para o desempenho exportador brasileiro, foi o que menos contribuiu para o desempenho exportador mundial e para o dinamismo exportador de países em desenvolvimento como Índia, China e México (Sarti & Sabbatini, 2003).

O baixo dinamismo das exportações está associado, igualmente, aos mercados de destino, uma vez que os países em desenvolvimento, principalmente Mercosul e Aladi,⁴⁴ que absorvem a maior parte das nossas vendas externas de AI, têm uma dinâmica muito mais instável que os desenvolvidos, que determinam a dinâmica da economia e do comércio mundiais (Carneiro, 2002; Sarti & Sabbatini, 2003). A exceção no período atual é China, cuja taxa excepcional de crescimento constituiu, por sinal, um dos determinantes do desempenho exportador de 2003. Contudo, além da insustentabilidade desta taxa,⁴⁵ o aumento das vendas brasileiras para esse “novo mercado” esteve associado à ocupação de espaços não-aproveitados até então por setores competitivos, que vão se saturar em um ou dois anos. Considerando que $\frac{3}{4}$ das nossas exportações são de *commodities* primárias, enquanto que as importações chinesas vêm se concentrando em produtos de maior conteúdo tecnológico, a continuidade da expansão destas vendas dependerá da diversificação das nossas exportações (Coutinho, Hiratuka & Sabbatini, 2003). Na realidade, esta diversificação, em direção a produtos mais diferenciados e intensivos

⁴³ A esse respeito, ver: UNCTAD (2002).

⁴⁴ As exportações de autoveículos e aeronaves para o Nafta são a exceção.

⁴⁵ O governo chinês já manifestou a preocupação com o excesso de capacidade instalada em vários setores da indústria, sinalizando para a possibilidade de adotar políticas mais contencionistas em 2004. Ademais, o gargalo em alguns setores, como de energia elétrica já estão se manifestando e podem restringir a expansão chinesa em 2004.

em tecnologia, constitui pré-condição para que o País ocupe um espaço relevante nos mercados consumidores mundiais e, assim, para a ampliação do dinamismo das nossas exportações.⁴⁶

Já o crescimento das exportações de alguns setores de média e alta intensidade tecnológica (complexo automobilístico e equipamentos de telecomunicações, respectivamente) nos últimos anos é reflexo de fatores conjunturais (sobre-investimento, desvalorização cambial e baixo crescimento interno) e não um componente competitivo estrutural. Assim, a retomada do crescimento sustentável da economia tende a reduzir as vendas externas desses setores, que tem uma orientação voltada para o mercado interno, enquanto que pressionará a importação de insumos, dado o elevado conteúdo importado da produção, como mencionado acima (Coutinho, Hirakuta & Sabbatini, 2003 e Sarti & Sabatini, 2003).

Finalmente, um comentário sobre o papel da taxa de câmbio. Não se defende, aqui, uma desvalorização da moeda doméstica no contexto atual, a qual implicaria contração ainda maior da renda real da população. Contudo, a opção do governo de permitir uma valorização tão intensa do real ao longo deste ano – com o objetivo de forçar a convergência da inflação para as metas fixadas – recolocou não somente um problema estático – estímulo às importações e desestímulo às exportações – mas também um problema dinâmico, pois o patamar e a trajetória deste preço-chave condicionam as decisões de investimento.

⁴⁶ De acordo com o IEDI (2003b), no caso do setor “intensivo em trabalho” (manufaturas de minerais não metálicos, móveis, vestuário e calçados), o Brasil tem capacidade de apresentar um desempenho exportador mais dinâmico.

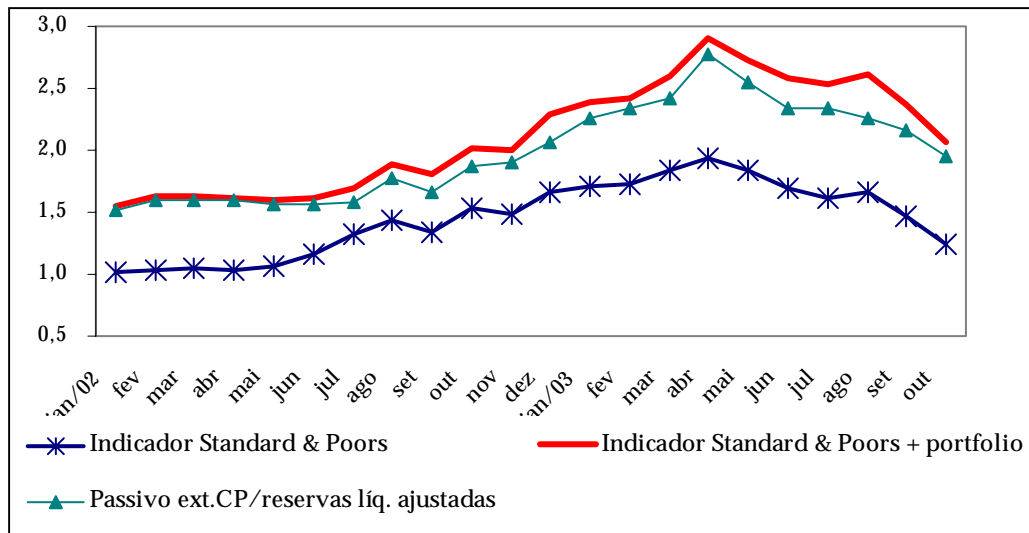
3 A evolução dos estoques

Os superávits em transações correntes obtidos a partir de julho refletiram-se numa melhora dos principais indicadores de liquidez externa no quadrimestre julho-outubro (ver [Gráfico 9](#)).

Isto porque, os indicadores *Standard & Poors* e *Standards & Poors + Porfolio* (que “mede” a pressão potencial sobre as reservas internacionais no País) consideram, no numerador, as necessidades brutas de financiamento externo (NBFE) – que equivalem à soma do saldo em transações correntes, com o principal vencível da dívida externa de médio e longo prazo e o estoque da dívida de curto prazo. Assim, o superávit em transações correntes nesse período contribuiu para a redução dessas necessidades. Ademais, houve uma redução conjuntural da dívida de curto prazo e das amortizações de médio e longo prazo no quadrimestre. Do lado do denominador, o aumento marginal das reservas internacionais também contribuiu para a queda dos indicadores de liquidez (ver [Gráfico 10](#)).⁴⁷

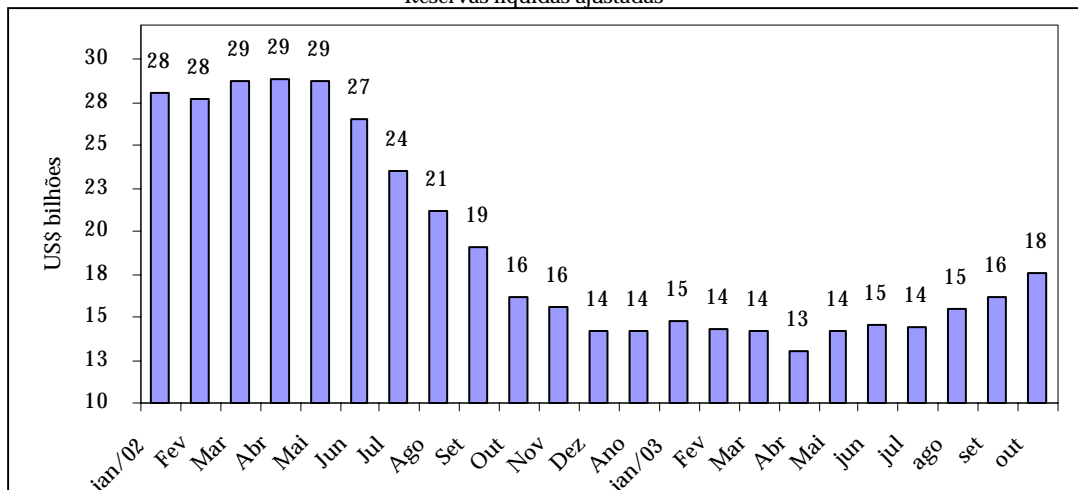
⁴⁷ Vale destacar que o Tesouro, por intermédio do Banco do Brasil, tem adquirido divisas no mercado à vista, que serão utilizadas no pagamento do serviço da dívida externa soberana. Essas aquisições – que de janeiro a outubro totalizaram US\$ 4,6 bilhões – não são contabilizadas nas reservas líquidas ajustadas, mas significam menor pressão sobre essas reservas, que, caso contrário, seriam utilizadas naquele pagamento (que em 2003, totalizou US\$ 10,1 bilhões; assim a perda de reservas decorrente foi de US\$ 4,6 bilhões no período). Já a postura do Banco Central de não intervir diretamente no mercado de câmbio é indesejável tanto pelos seus efeitos sobre a trajetória da taxa de câmbio, quanto sobre as reservas internacionais. A acumulação de ativos em moeda estrangeira significaria uma menor vulnerabilidade externa no curto prazo, contudo, somente seria desejável se acompanhada pela redução da taxa de juros. Dado o diferencial de juros atual, ainda em patamar elevado, a esterilização dos efeitos monetários desta acumulação pressionaria ainda mais as já precárias contas públicas (ver SEÇÃO IV).

Gráfico 9
Indicadores de liquidez externa



Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração própria).

Gráfico 10
Reservas líquidas ajustadas



Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração própria).

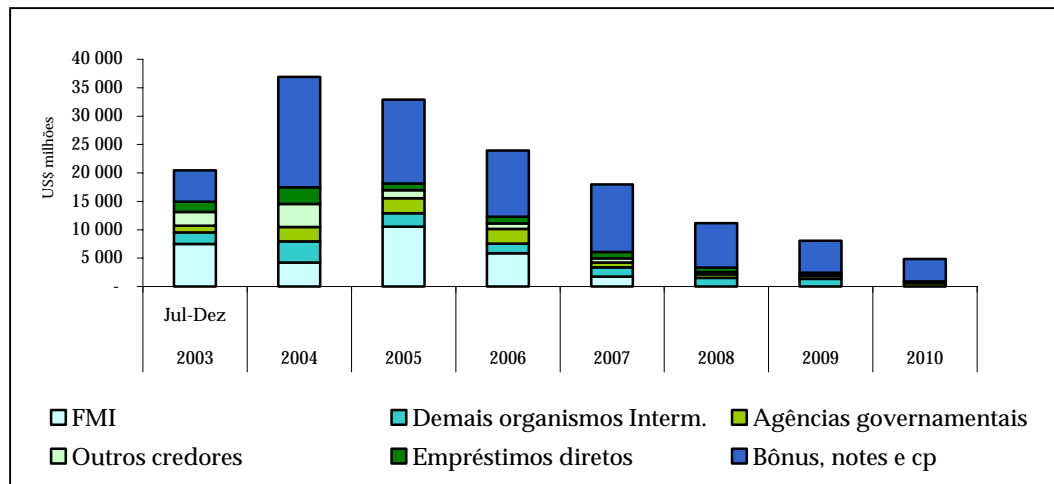
Contudo, o indicador *Standard & Poors* continua superior a 1, mantendo o Brasil na categoria *non-investment grade*. Ademais, essa tendência de queda deve se interromper no final de 2003 (dada a concentração de vencimentos em dezembro) e, principalmente, em 2004, diante do elevado volume de amortizações⁴⁸ (ver [Gráfico 11](#))

⁴⁸ De acordo com alguns analistas, o volume efetivo de amortização para 2004 deve ser menor, pois em 2002, com a forte desvalorização dos papéis brasileiros no mercado secundário, deve ter ocorrido um movimento de recompra desses papéis por parte dos próprios emissores. Contudo,

e da provável redução do superávit em transações correntes (ver SEÇÃO II.3).

como essas recompras não são registradas pelo Banco Central, não há informações sobre o seu valor. A única informação disponível, divulgada em novembro, refere-se às recompras dos títulos da dívida externa soberana efetuadas pelo Banco Central no contexto da crise de 2002 – quando o deságio sobre o valor de face desses papéis estava elevadíssimo –, as quais resultarão numa economia de US\$ 1,2 bilhão até 2006 (*Valor Econômico*, Caderno Dinheiro, 5 nov. 2003).

Gráfico 11
Esquema de amortização do principal

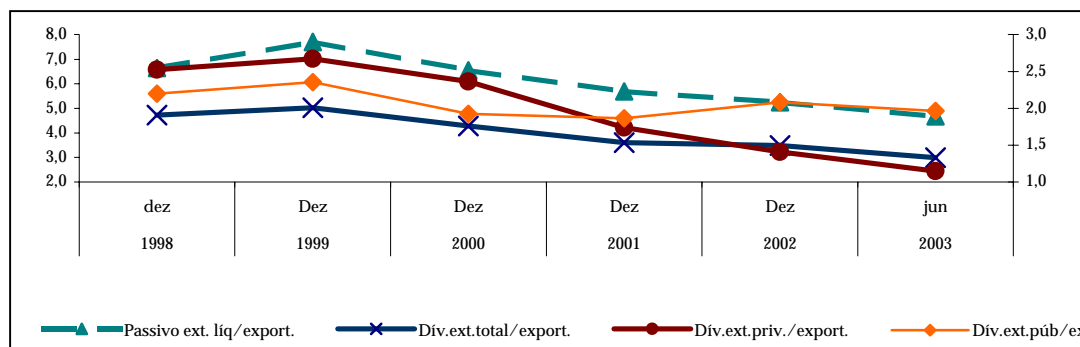


Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração própria).

Os indicadores de solvência externa também apresentam tendência declinante no período, associada, principalmente, ao crescimento expressivo das exportações (ver [Gráfico 12](#)). Todavia, essa tendência deve se estancar ou mesmo se reverter. Isto porque, a alta taxa de crescimento das vendas externas em 2003 esteve associada a uma conjunção de fatores excepcionais, como ressaltado no item anterior. Uma redução sustentável dos indicadores de solvência externa requer que a taxa de crescimento das exportações seja superior à taxa

de juros que incide sobre a dívida externa (em média, 10% a.a) – o que é pouco provável, dado o perfil pouco dinâmico da nossa pauta – e que esta taxa seja superior à taxa de crescimento das importações para ampliar o saldo e reduzir progressivamente o déficit em transações correntes e o endividamento adicional. Ademais, a manutenção do movimento recente de aumento do endividamento externo securitizado, de prazo mais longo, vai pressionar ainda mais o esquema de amortização nos próximos anos.⁴⁹

Gráfico 12
Indicadores de solvência externa



Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração própria).

⁴⁹ Vale ressaltar que o novo acordo com o FMI alterou o cronograma de amortizações da dívida com esta instituição para o período 2005-2007, aliviando os pagamentos de 2005 e 2006.

Finalmente, a comparação com outros países emergentes revela como a situação de vulnerabilidade externa da economia brasileira continua preocupante. Considerando um conjunto de países – que enfrentaram crises cambiais nos anos 90, como o Brasil – somente a Argentina tem uma situação de liquidez (medida pelo indicador dívida externa de curto prazo sobre reservas internacionais líquidas) e de solvência externa (avaliada pelo indicador dívida externa sobre exportações) pior que a do Brasil (ver [Tabela 3](#)).⁵⁰ Nos demais países, os indicadores são inferiores a 1 e a 2, respectivamente.

Tabela 3
Indicadores de liquidez e solvência
Países selecionados (posição de junho de 2003)

	Dív.ext. cp/reserv.	Dív.ext/export
Coreia	0,3	0,6
Tailândia	0,2	0,4
Rússia	0,3	0,5
Argentina	2,1	5,3
México	0,6	0,7
Memória:		
Brasil	1,1	3,0

Fonte: FMI (Elaboração própria).

⁵⁰ Os demais indicadores, mais amplos, não foram possíveis de ser elaborados a partir dos dados do FMI.