

Política Econômica

e m f o c o

Suplemento 4 do Boletim semestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica – n. 5 –Nov. 2004/Abr. 2005
23 de setembro de 2005.

INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

Diretor

Prof. Dr. Marcio Percival Alves Pinto

Diretor Executivo do CECON

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

Diretora Adjunta do CECON

Prof. Dra. Daniela Magalhães Prates

ÁREAS DE CONCENTRAÇÃO

Política Econômica

Prof. Dr. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

Economia Internacional

Prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva

André Martins Biancarelli (Doutorando do IE)

Eduardo Roberto Zana (Mestrando do IE)

Balanco de Pagamentos

Prof. Dra. Daniela Magalhães Prates

Moeda e Finanças Privadas

Prof. Dra. Maryse Farhi

Finanças Públicas

Prof. Dr. Francisco Luiz C. Lopreato

Produção, Emprego e Renda

Cláudio Roberto Amitrano (Doutorando do IE)

Métodos Quantitativos

Dr. Emerson Fernandes Marçal

Gerência de Informações

Eliana Ribeiro da Silva

Bolsistas de Iniciação Científica

Aline Priscila de Camargo

Flávio Arantes dos Santos

João Henrique de Melo

Leandro Ramos Pereira

Livia de Bastos Martini

Luis Fernando Brugnerotto

Priscila Moretti Capellato

Silas Thomaz da Silva

Stella Alves Buzatto

Thiago de Moraes Moreira

Vitor Augusto Paschoal

Secretaria do CECON

Mário Aparecido de Gobbi

Projeto visual/Normalização/

Editores eletrônicos

Célia Maria Passarelli

O DESEMPENHO RECENTE DAS EXPORTAÇÕES: FATORES REAIS VERSUS FINANCEIROS

Daniela Magalhães Prates

Introdução

Nos primeiros sete meses de 2005, o superávit comercial manteve sua trajetória ascendente, a despeito da tendência ininterrupta de apreciação da taxa real de câmbio desde meados de 2004. Esta situação *sui generis* tem, logicamente, despertado o interesse dos economistas e jornalistas, tornando-se um dos principais temas de discussão da conjuntura econômica. O objetivo deste suplemento é procurar elucidar alguns dos determinantes desta trajetória, com ênfase no desempenho das exportações. Argumenta-se, a seguir, que fatores de natureza real e financeira têm contrabalançado, em parte e até o momento, os efeitos deletérios da apreciação cambial sobre as vendas externas. Dentre os fatores reais destacam-se o ambiente externo favorável e a maior orientação exportadora das empresas após a desvalorização cambial de 1999. O fator financeiro consiste no elevado diferencial entre os juros externos e internos, que tem atenuado a perda de rentabilidade das exportações decorrente desta apreciação.

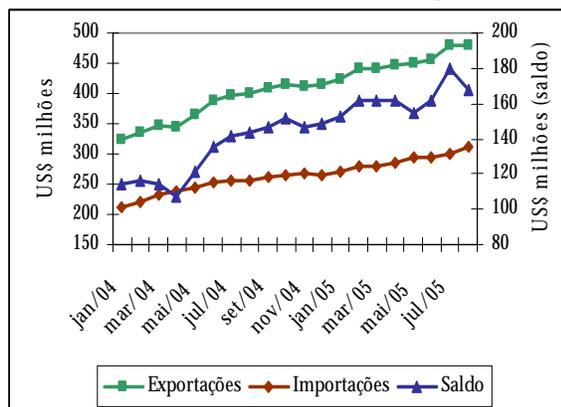
1 O desempenho das exportações

O ritmo de crescimento do saldo comercial diminuiu em 2005, apesar de ainda se manter num patamar elevado, como revela a série do saldo comercial tendencial¹ (ver Gráfico 1).

¹ As séries analisadas são decompostas em três componentes: tendência; sazonalidade; e termo aleatório. O termo tendencial corresponde ao primeiro componente. A decomposição é realizada a partir da utilização do filtro de Kalman e via um modelo estrutural. Para maiores detalhes, ver: Harvey, A. (1989) *Forecasting time series analysis*. Cambridge University Press; e Koopman, S.; Shepard, N.; Doornik, J. (2000) *Structural time series analysis, Modeller and predictor*. Timberlake Consultants.

Se excluirmos do resultado de julho o valor excepcional das vendas externas de petróleo e derivados² – que “inflaram” o valor das exportações naquele mês – a média por dia útil do saldo manteve praticamente estável entre fevereiro e agosto deste ano.

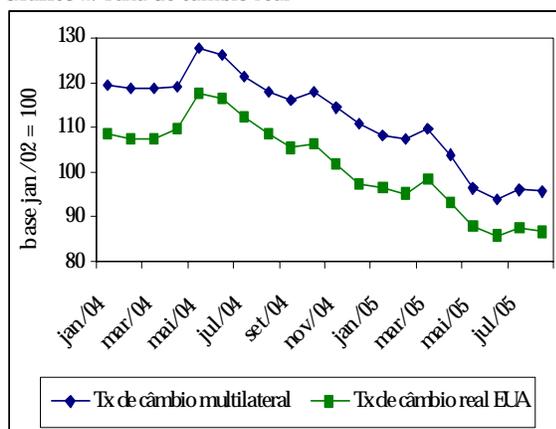
Gráfico 1. Saldo comercial tendencial - média por dia útil



Fonte: MIDC. Elaboração própria.

Este comportamento recente da balança comercial decorre tanto do aumento das importações em todas as categorias de uso (especialmente, de bens de capital³) quanto da desaceleração da taxa de crescimento de exportações – tendências que refletem, ao menos em parte, a apreciação da taxa de câmbio real nos últimos 12 meses (ver Gráfico 2).

Gráfico 2. Taxa de câmbio real



Fonte: Bacen e FMI. Elaboração própria

² Segundo o Iedi, essas vendas representaram 43,5% do valor das exportações naquele mês. Ver: IEDI (2005). *Temas do comércio exterior brasileiro na atualidade*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, ago. 2005.

³ O crescimento do quantum importado de bens de capital foi impulsionado pelas importações por parte das empresas, que procuraram usufruir a taxa de câmbio favorável para antecipar investimentos.

Ademais, ao contrário de 2004, no período de janeiro a julho de 2005 a apreciação da taxa multilateral foi ainda mais intensa (13,8%) do que na taxa bilateral R\$/US\$ (11%). Este resultado é reflexo da interrupção do movimento de desvalorização do dólar no mercado internacional, que acabava atenuando a perda de competitividade da moeda brasileira frente aos demais parceiros comerciais.

De qualquer forma, persiste a incógnita de por que a taxa de crescimento das exportações continua tão elevada (ver Gráfico 3). Na realidade, uma conjunção de fatores tem contribuído para sustentar esta taxa num contexto de apreciação cambial. O primeiro fator a ser destacado é o desempenho ainda favorável do comércio internacional. Como a desaceleração da economia mundial em 2005 tem sido menos intensa do que a projetada anteriormente por vários analistas,⁴ os “impulsos” do ambiente externo favorável continuam presentes. Todavia, a análise desagregada das exportações revela que esses impulsos já não são tão intensos como em 2004. Ou seja, o choque externo benigno, ancorado na alta dos preços das commodities e no dinamismo da demanda externa, está perdendo fôlego. Uma sinalização nesse sentido, divulgada recentemente pelo FMI,⁵ é a redução da taxa de crescimento do comércio mundial em 2005: esta instituição projeta uma taxa de 7,0% contra 10,3% em 2004, redução associada à desaceleração das exportações e importações tanto das chamadas “economias avançadas” quanto dos países em desenvolvimento.

Em relação aos produtos básicos, chama atenção no Gráfico 3 a forte queda da taxa de crescimento das exportações desta classe de produto, composta essencialmente por commodities e, assim, mais dependente deste desempenho. Além do menor crescimento do quantum – reflexo, em parte, da retração dos embarques da soja, associada à quebra da safra brasileira – a evolução dos preços foi bem menos favorável do que no ano anterior.

⁴ Por exemplo, a Unctad (2005) estima uma taxa de crescimento de 3,0% do PIB mundial neste ano, contra 3,8% em 2004 e 2,5% em 2003.

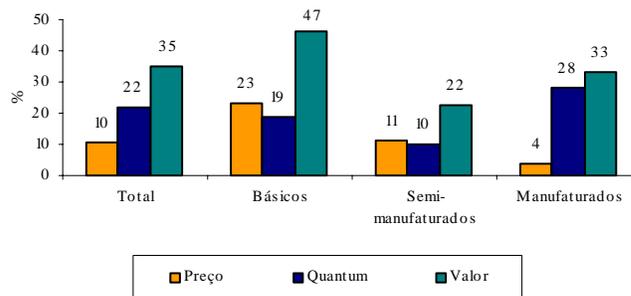
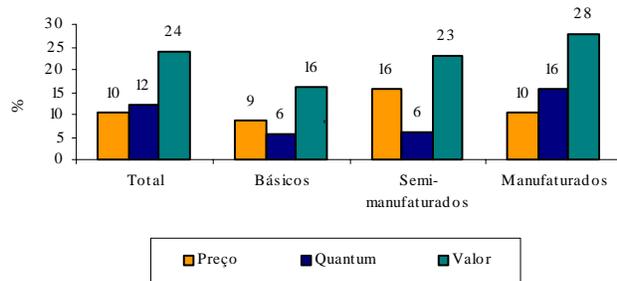
⁵ Ver IMF (2005). *World Economic Outlook*, Sept. (cap. 1).

Gráfico 3

Varição dos índices de preço, quantum e valor das exportações

Jan./Ago. 2005/2004

Jan./Ago. 2004/2003



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Isto porque, a fase recente de alta dos preços das commodities, que se iniciou em 2002, parece ter atingido o seu pico. Em 2005, vários fatores conjunturais têm contribuído para a descompressão desses preços. Por um lado, não se observa mais a excepcional conjuntura internacional subjacente àquela alta: a tendência de desvalorização do dólar – que fomentou a demanda por algumas commodities enquanto alternativas de reserva de valor – foi interrompida; a taxa de juros básica dos Estados Unidos se elevou, contribuindo para “desinflar” a bolha especulativa no mercado de commodities (com exceção do mercado de petróleo e de alguns metais ferrosos e não-ferrosos); e a economia mundial não está tão pujante. Por outro lado, como nos ciclos precedentes, a própria alta dos preços estimulou o aumento da produção e, assim, a reversão cíclica. Este processo, de forma geral, se manifesta mais rapidamente no mercado de commodities agrícolas e alimentícias (responsáveis pela maior parte dos ganhos dos termos de troca do Brasil nos últimos 3 anos⁶), mas também já vem sendo observado no mercado de aço – importante commodity metálica exportada pela economia brasileira. O preço deste metal está em queda desde abril pressionado pelo excesso de estoque – reflexo do próprio temor de escassez do produto e

de alta adicional dos preços, que induziu aquisições preventivas – e pela redução da demanda pela China, diante da produção interna maior que a esperada de aço por este país.

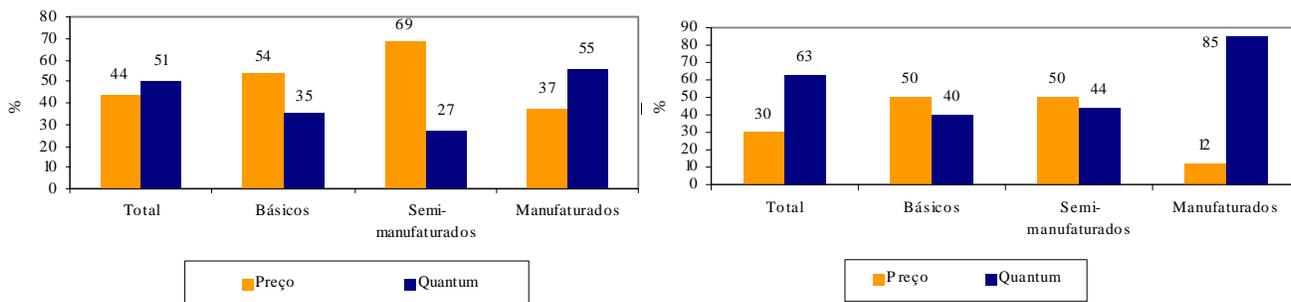
De acordo com a Unctad (2005), a tendência de queda das cotações das commodities deve se generalizar a partir do final deste ano. Nos primeiros sete meses de 2005, os preços de algumas commodities ainda registraram crescimento, dentre as quais alguns produtos semi-manufaturados exportados pelo país, contribuindo para sustentar o desempenho das exportações desta classe de produtos (ver Gráficos 3 e 4).

Já no caso dos setores de bens manufaturados, a menor taxa de crescimento do quantum exportado em 2005 (ver Gráficos 3 e 5) constitui o principal sintoma da redução do dinamismo das exportações, decorrente da desaceleração, mesmo que ainda tímida, da demanda externa – o segundo pilar do choque externo benigno – bem como da evolução adversa da taxa de câmbio. Nesses setores, como a evolução dos preços foi menos favorável do que nos mercados de commodities, a queda da taxa de câmbio nominal contaminou diretamente a taxa de câmbio real, reduzindo a competitividade dos produtos brasileiros no exterior e a rentabilidade das empresas exportadoras. Contudo, alguns fatores têm contribuído seja para atenuar esta perda de rentabilidade, seja para conter a queda do quantum exportado, o que explica a manutenção da performance ainda positiva das exportações desta classe de produto.

⁶ Ver Unctad (2005, cap. 3).

Gráfico 4

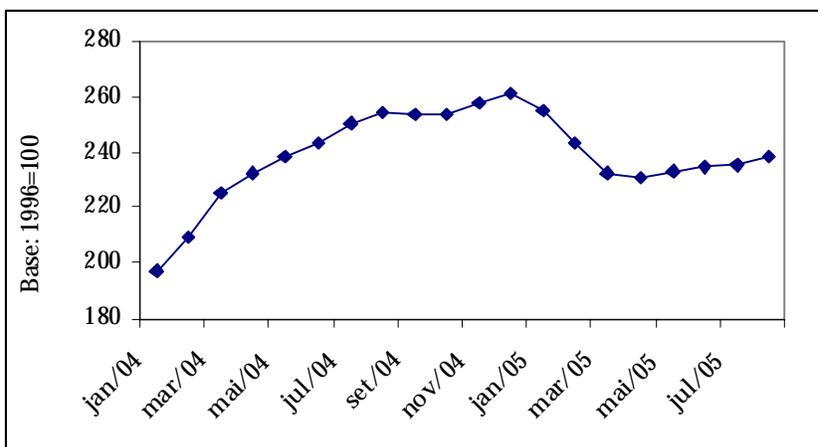
Contribuição das variações de preço e quantum ao crescimento das exportações
Jan./Ago. 2005/2004 Jan./Ago. 2004/2003



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Gráfico 5

Índice tendencial do quantum de manufaturados



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Em primeiro lugar, vários setores de manufaturados utilizaram a estratégia de reajustar seus preços no mercado externo, procurando compensar a perda de rentabilidade decorrente da evolução adversa da taxa de câmbio real (ver Gráfico 6). Esta reação dos exportadores de manufaturados explica o aumento mais expressivo dos preços desta classe de produto no período de janeiro a agosto de 2005, em relação ao mesmo período do ano anterior, bem como a maior contribuição dos preços ao desempenho das exportações (ver Gráficos 3 e 4). A estratégia foi bem sucedida – no sentido de comprometer pouco o quantum exportado – especialmente na América Latina, região que importa principalmente bens manufaturados de maior valor agregado, cujos produtores que operam em mercados

oligopolizados têm maior poder de formar preços. Já no mercado norte-americano, a forte concorrência de produtos chineses em alguns setores (como têxteis e calçados) praticamente inviabiliza reajustes de preços.⁷

Em segundo lugar, o elevado diferencial entre os juros internos e externos (por sinal, um dos determinantes da tendência de apreciação da taxa de câmbio nominal desde 2004) também atenuou a perda de rentabilidade das exportações mediante dois mecanismos complementares, de natureza financeira. Por um lado, as em-

presas exportadoras têm a opção de reduzir o seu custo financeiro mediante a realização de Adiantamentos de Contrato de Câmbio (ACCs). O aumento do diferencial entre a taxa embutida nesses contratos e aquela incidente sobre as linhas de capital de giro doméstica, somado à redução do spread cobrado pelos bancos (devido à intensificação da concorrência nesse segmento),⁸ tornou o custo financeiro dos ACCs ainda mais atrativo (ver Gráfico 7). Ademais, a tendência de apreciação cambial também reduzia este custo, estimulando a contratação dessas linhas de crédito. A redução do fluxo médio de ACCs a partir de maio parece estar associada, exatamente,

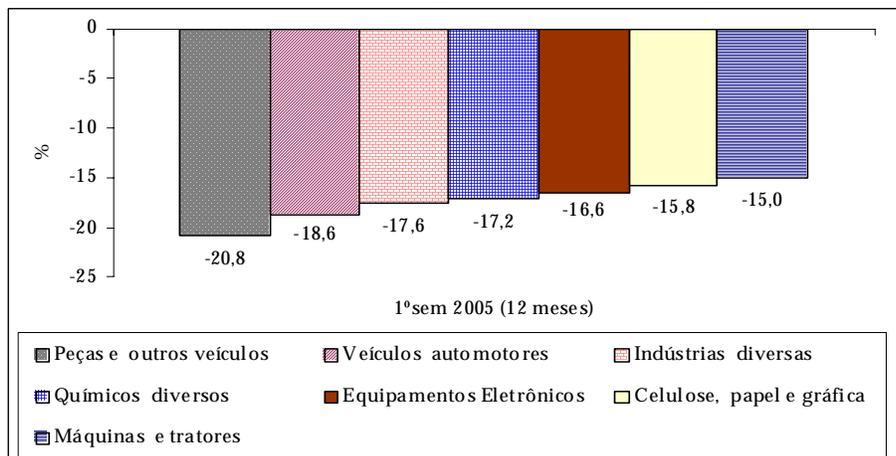
⁷ Landim, R. (2005) Exportações para os EUA caem 2,1% em junho. *Valor Econômico*, 15, 16, 17 jul.

⁸ Lucchesi, C. P. (2005) Juros do crédito à exportação de curto prazo em recorde de baixa. *Valor Econômico*, 22 ago.

à percepção de que a taxa de câmbio estava atingindo o seu piso, percepção reforçada após o agravamento da crise política em julho.

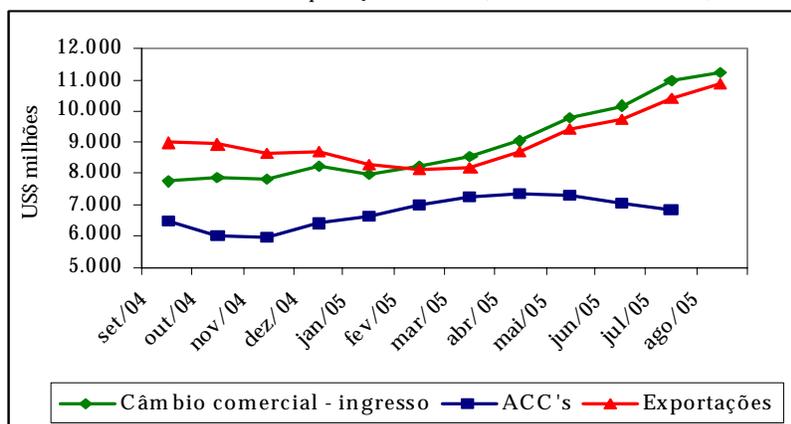
também tem contribuído para a inércia das exportações de manufaturados em 2005: as decisões estratégicas de várias empresas,

Gráfico 6
Setores manufaturados com maior perda de rentabilidade das exportações



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Gráfico 7
Câmbio contratado, Exportações e ACCs (média móvel trimestral)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Por outro lado, o diferencial de juros também induziu os exportadores a anteciparem a internalização das receitas em dólar, como sugere o descolamento entre o ingresso de recursos no segmento comercial e as exportações efetivas a partir de fevereiro deste ano (ver Gráfico 7). Esta antecipação, que ganhou ímpeto ao longo do semestre, possibilita a aplicação dos recursos internalizados no mercado financeiro doméstico a uma taxa de juros real elevadíssima, ampliando as receitas efetivas em Reais.

Finalmente, é importante mencionar um terceiro fator, de natureza menos conjuntural, que

nacionais e estrangeiras, de direcionar para o exterior uma parcela relevante de sua produção, induzidas pela evolução mais favorável da taxa de câmbio real após 1999 e pelo encolhimento do mercado doméstico, simultâneo ao acúmulo de capacidade ociosa.⁹ Em alguns setores, como no de veículos automotores e máquinas e tratores, a esses fatores se somaram os ganhos de escala e de competitividade, os quais induziram as empresas transnacionais presentes no país a elegerem suas filiais brasileiras como plataformas de exportação, mediante a transferência de linhas de produção de outros países e a expansão dos investimentos.¹⁰

Apesar de existir uma “histerese” nesse processo – associada à existência de capacidade instalada e demais custos envolvidos, como o risco de perda de mercados conquistados – essas decisões não são irreversíveis, sendo condicionadas pela evolução da taxa de câmbio real e, assim, da competitividade relativa da produção no país. Nesse sentido, é especialmente preocupante o impacto dessa evolução (adversa desde meados de 2004) sobre as futuras decisões de investimento das empresas exportadoras em geral e, especialmente, das transnacionais dos dois setores mencionados acima. A importância dos

⁹ Outros fatores condicionantes foram a menor incidência de carga tributária sobre essas vendas vis-à-vis às internas e o acesso a crédito externo mais barato, no caso das empresas nacionais.

¹⁰ Sobre a mudança de estratégia das empresas transnacionais, ver: Baer, M.; Cintra, M. (2004). *Brasil: investimento estrangeiro direto e estratégias empresariais*. Santiago do Chile: Comissão Econômica para América Latina e Caribe (Cepal), set.

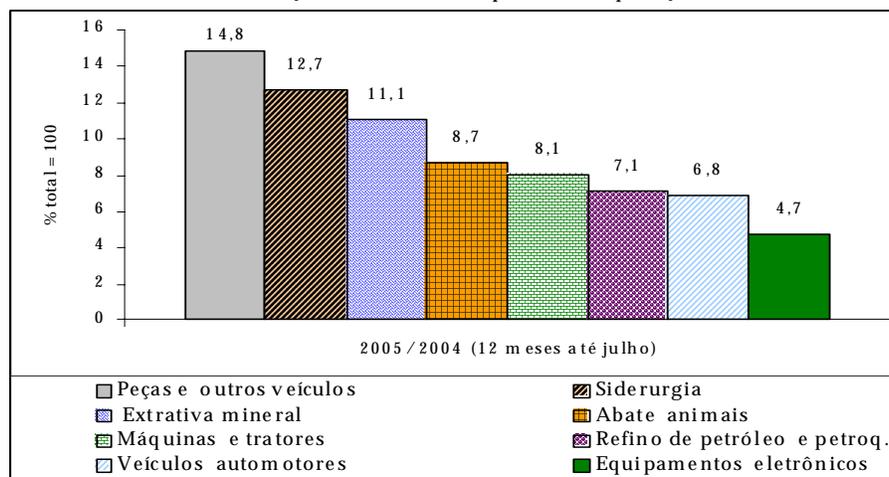
segmentos de veículos automotores e máquinas e tratores para o desempenho das exportações, evidente no Gráfico 8, se reforça devido ao seu conteúdo tecnológico: ambos são setores de média intensidade tecnológica, cujo dinamismo no mercado externo é bem superior ao dos setores produtores de commodities, que predominam como principais exportadores. Outra exceção é o segmento de peças e veículos, cuja contribuição é elevada devido às vendas externas de aviões pela Embraer. De acordo com os dados da Funcex, os dois setores mencionados tiveram expressiva perda de rentabilidade no primeiro semestre de 2005, em relação a igual período do ano anterior (ver Gráfico 6), a qual pode comprometer a posição das filiais brasileiras como plataforma de exportação.

Considerações finais

Em suma, fatores de natureza real e financeira contribuíram para sustentar as exportações brasileiras num patamar elevado nos primeiros setes meses de 2005, compensando, em parte, os efeitos negativos da apreciação da taxa de câmbio real. Todavia, no que diz respeito aos fatores reais, o ambiente externo já não é tão favorável, o que prejudica o desempenho das exportações em geral, bem como a estratégia dos setores de manufaturados de compensar a perda de rentabilidade decorrente da apreciação da taxa de câmbio mediante o reajuste dos preços no mercado internacional. Em relação aos fatores financeiros, a combinação de juros e câmbio que estimulou os contratos de ACCs e a antecipação do ingresso de divisas já começou a se reverter: a taxa de juros iniciou sua trajetória de queda e a taxa de câmbio parece ter atingido seu piso.

Mesmo que esta conjunção inédita de fatores se prolongasse por mais tempo, ela não

Gráfico 8
Contribuição setorial ao desempenho das exportações



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

compensaria a negligência da gestão cambial desde 2004. Por um lado, a tendência de apreciação real da taxa de câmbio prejudica as decisões de investir nos setores exportadores de manufaturados, cuja participação nas exportações brasileiras é mais elevada em relação à maioria dos países exportadores de commodities. A maior diversificação da pauta brasileira em direção a esses bens constitui, aliás, uma das explicações para os menores ganhos de termos de troca do Brasil no período 2002-2004 (cerca de 3,0%), vis-à-vis outros países latino-americanos, como Chile, Peru, Vene-zuela e Argentina, em média superiores a 10% (Unctad, 2005). Por outro lado, o país perdeu a oportunidade de aproveitar as maiores receitas com as exportações de commodities – associadas aos ganhos de termos de troca e ao aumento da demanda externa liderada pelos países em desenvolvimento¹¹ – para constituir um fundo de estabilização que poderia ser utilizado nas fases de baixa cíclica dos preços das commodities, seguindo o exemplo de outros países, como México e a Rússia.¹²

¹¹ Sobre o papel dos países em desenvolvimento, sobretudo Índia e China, no ciclo recente de preço das commodities, ver: Unctad (2005).

¹² Sobre os fundos de estabilização constituídos por vários países em desenvolvimento, ver: BIS (2005). *Annual Report*, cap. 3.