

SEÇÃO II – BALANÇO DE PAGAMENTOS ¹

A fragilidade encoberta

Daniela Magalhães Prates

Introdução

Nos boletins precedentes, destacou-se, recorrentemente, a forte correlação entre a performance favorável do balanço de pagamentos brasileiro desde 2003 e o cenário externo benigno no âmbito do comércio e das finanças internacionais. No biênio 2003 e 2004, os reflexos deste cenário se fizeram sentir principalmente nas transações correntes, que se tornaram superavitárias. No âmbito da conta financeira, as condições de liquidez internacional favoráveis aliviaram a restrição externa e permitiram tanto o pagamento dos compromissos com o FMI quanto a não renovação do acordo com esta instituição em março deste ano.²

Todavia, somente em 2005 (especificamente, no período janeiro-setembro), o superávit nas transações correntes foi acompanhado por um ingresso líquido expressivo de fluxos de capitais voluntários, ancorado não somente nos investimentos externos diretos, que mantiveram seu desempenho favorável,³ mas também nos investimentos de portfólio. A conta capital e financeira foi negativa, em mais de US\$ 3 bilhões, devido às compras de dólares pelo Tesouro, que são registradas como saída de capitais – uma vez que as divisas adquiridas devem ser necessariamente utilizadas na quitação de compromissos da dívida externa soberana num

prazo máximo de seis meses; e ao pagamento de cerca de US\$ 7,8 bilhões de amortizações ao FMI. Este pagamento, por sua vez, foi realizado a partir de divisas adquiridas pela autoridade monetária no mercado de câmbio entre janeiro e março de 2005 (que totalizaram US\$ 10,219 bilhões⁴).

Assim, no período analisado, o Brasil tornou-se mais um convidado especial da “festa dos emergentes”, que pode estar atingindo seu “pico de animação”. Já a outra dimensão do contexto externo favorável, o dinamismo do comércio internacional, que beneficiou o desempenho da balança comercial brasileira nos últimos anos, dá sinais de perda de fôlego (ver SEÇÃO I). Vale chamar atenção para os *feed-backs* entre as várias dimensões deste contexto: o ambiente de crescimento econômico mundial e baixa inflação contaminou positivamente os fluxos comerciais e o sistema financeiro internacional; as expectativas positivas somadas ao baixo retorno dos títulos de longo prazo alimentaram o “*search for yield*”; no caso das economias emergentes, a performance favorável do comércio exterior e das transações correntes e o acúmulo de reservas internacionais significaram melhora dos fundamentos macroeconômicos, contribuindo para a queda dos riscos-país.

Esta seção pretende analisar a interação entre este contexto e a performance do balanço de pagamentos brasileiro entre janeiro e setembro de 2005. Esta análise é precedida pelo exame dos determinantes da apreciação da taxa de câmbio real neste período (item 1). No item 2, detalham-se os fatores responsáveis pelo desempenho (ainda) favorável da balança comercial num contexto de evolução adversa deste preço-chave. No item 3, examinam-se os impactos do ciclo de liquidez externa sobre a conta financeira e os indicadores de vulnerabilidade externa. Na última seção, a título de considerações finais, procurar-se-á

¹ Agradeço a colaboração dos bolsistas PIBIC João Mello e Livia Martini.

² Ver: Prates, D. (2005) Renovar ou não o acordo com o FMI: ousadia versus prudência. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 4, 18 mar. (Suplemento 5).

³ Este desempenho insere-se num movimento de retomada dos fluxos de investimento externo direto para os países periféricos. Ver: Unctad (2005a) *World Investment Report*. Genève: United Nations for Trade and Development.

⁴ Ver: Bacen (2005). *Nota para Imprensa do Setor Externo*, out. (Quadro IV – Demonstrativo das Reservas Internacionais).

apontar alguns riscos de reversão deste cenário benigno, que pode ter efeitos desfavoráveis sobre as contas externas da economia brasileira.

1 Taxa de câmbio real e termos de troca

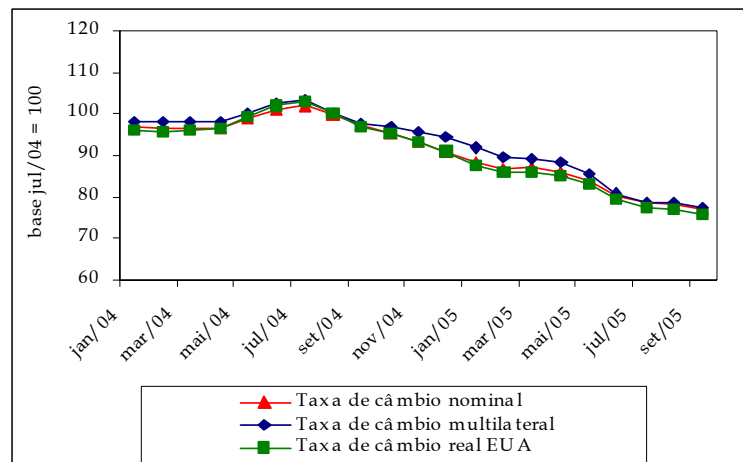
No período janeiro-setembro de 2005 a conta de transações correntes registrou superávit, ancorado no desempenho ainda favorável da balança comercial num contexto de apreciação da taxa de câmbio real neste período. Todavia, esta apreciação já provocou uma forte deterioração da conta de “Serviços e rendas” (ver Tabela 1), associada a dois movimentos: ao aumento do déficit na sub-conta de “viagens internacionais”, dada a maior atratividade do turismo no exterior neste contexto; e ao crescimento das remessas de lucros e dividendos, já que as filiais das Empresas Transnacionais procuraram usufruir a taxa de câmbio favorável para converter seus lucros, auferidos em Reais, em dólares.

Este item dedica-se ao exame dos determinantes da apreciação cambial para, em seguida, investigar os fatores que têm atenuado seu impacto adverso sobre o saldo comercial e, sobretudo, sobre as exportações (ver item 2).

Desde setembro de 2004, observa-se um movimento contínuo de apreciação das taxas de câmbio nominal e real, nos dois critérios utilizados (ver Gráfico 1).

Gráfico 1

Taxas de câmbio nominal e real – média móvel trimestral



Fonte: Ipeadata, Bacen e FMI. Elaboração própria.

Tabela 1
Balança de Pagamentos

	2001	2002	2003	2004	2005
	Ano	Ano	Ano	Ano	Jan-set
Transações correntes	-23.215	-7.637	4.177	11.738	11.062
Balança comercial (FOB)	2.650	13.121	24.794	33.666	32.664
Exportações	58.223	60.362	73.084	96.475	86.719
Importações	-55.572	-47.240	-48.283	-62.809	-54.056
Serviços e rendas	-27.503	-23.148	-23.483	-25.197	-24.200
Transferências unilaterais correntes	1.638	2.390	2.867	3.268	2.599
Conta capital e financeira	27.052	8.004	5.111	-7.356	-3.279
Conta capital	-36	433	498	339	588
Conta financeira	27.088	7.571	4.613	-7.696	-3.866
Capitais privados	20.331	-3.909	5.351	4.002	10.349
Investimento direto	24.715	14.108	9.894	8.695	9.393
Investimentos em carteira	77	-5.119	5.308	-4.750	4.348
Derivativos	-471	-356	-151	-677	161
Outros invest. (privados) ⁽¹⁾	-3.990	-12.542	-9.700	735	-3.553
Compras de US\$ pelo Tesouro ⁽²⁾	n.d	n.d	-5.507	-7.335	-6.396
Operações de Regularização (FMI)	6.757	11.480	4.769	-4.363	-7.819
Erros e omissões	-531	-66	-793	-2.137	-661
Resultado global do balanço	3.307	302	8.496	2.244	7.123

Nota: (1) Exclui operações de regularização com o FMI e compras de divisas pelo tesouro, que são registradas como saídas de capital na sub-contra na sub-conta Outros Investimentos.

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Enquanto em termos nominais, a apreciação foi de 16,2% entre janeiro e setembro, em termos reais ela atingiu 19,5% na taxa multilateral e 16% na taxa bilateral (R\$/US\$). Este resultado (inverso ao observado em 2004, quando a taxa bilateral valorizou-se mais) 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.

O fato da taxa de câmbio real ter acompanhado, praticamente *pari passu*, a taxa de câmbio nominal, revela a interdependência entre os dois fenômenos. Na análise desta interdependência, vale lembrar a fórmula de cálculo da taxa de câmbio real (e): $e = E_{R\$/US\$} \cdot (P_{ext.US\$/P_{int.R\$})$. Ou seja, a taxa de câmbio real é o resultado da interação entre a taxa de câmbio nominal ($E_{R\$/US\$}$) e a razão entre os preços externos (medidos em US\$) e os preços internos (medidos em R\$).⁵

A taxa de câmbio nominal, num regime de câmbio flutuante – como o vigente no Brasil desde 1999 – é determinada, em princípio, pelas “forças de mercado”, ou seja, pela oferta e demanda de moeda estrangeira por parte dos agentes privados no mercado de câmbio. Em princípio porque, o Banco Central pode intervir neste mercado, influenciando o valor desta taxa – tendência observada na maioria dos países emergentes que adotaram este tipo de regime a partir do final dos anos 90.⁶ Ademais, no contexto atual de mobilidade de capitais, nos países que, simultaneamente à política de flutuação cambial, adotaram um elevado grau de abertura financeira – no sentido de admitir, inclusive, a atuação dos investidores internacionais nos mercados de derivativos financeiros – as apostas desses investidores nos mercados futuros de câmbio também contaminam as cotações no mercado à vista pelo mecanismo da arbitragem (para maiores detalhes, ver SEÇÃO III deste boletim).

No período janeiro-setembro de 2005, a apreciação da taxa de câmbio nominal – que se transmitiu à taxa real – foi resultado tanto do

excesso de oferta de moeda estrangeira no mercado de câmbio à vista (em relação à demanda dos setores privado e público), quanto das operações com derivativos financeiros relativos à taxa de câmbio nominal do R\$ – seja *on-shore* (permitidas no Brasil a partir de 2000), seja *off-shore*.⁷ No mercado à vista, além do superávit de US\$ 11 bilhões nas transações correntes, os fluxos de capitais privados, registrados na conta financeira, contribuíram praticamente na mesma intensidade para a abundância de divisas (em cerca de US\$ 10 bilhões). O resultado desta conta somente foi deficitário devido aos pagamentos ao FMI no âmbito das operações de regularização e às compras de divisas pelo Tesouro Nacional no mercado de câmbio por intermédio do Banco do Brasil, que totalizaram US\$ 6,4 bilhões entre janeiro e setembro⁸ e são registradas como saída de capitais, como mencionado na Introdução (ver Tabela 1).

A consolidação das contas de transações correntes e financeira resultou num resultado do balanço de pagamentos de US\$ 7,1 bilhões que, por sua vez, não se converteu integralmente em excesso de oferta de moeda estrangeira no mercado de câmbio. Como o Banco Central adquiriu US\$ 10,2 bilhões neste mercado e utilizou US\$ 7,8 bilhões no pagamento ao FMI, a diferença de US\$ 2,4 bilhões se converteu em reservas internacionais – e deve ser subtraída daquele resultado para obtermos o excesso efetivo de divisas no mercado de câmbio, decorrente das operações cursadas no balanço de pagamentos. Este excesso – no valor de US\$ 4,7 bilhões – não

⁵ Para o cálculo desse razão é utilizado, em geral, um índice de preços por atacado no numerador (como o IPA) e um índice de preços ao consumidor no denominador (como o IPCA). Sobre as diferentes metodologias de cálculo da taxa de câmbio real ver: SEÇÃO II do Boletim n. 5.

⁶ Ver BIS (2005a). *Foreign exchange market intervention in emerging markets*: motives, techniques and implications. May. Basle: Bank of International Settlements. (BIS Papers n. 24).

⁷ As operações *on-shore*, ou seja, no mercado doméstico, com derivativos da taxa de câmbio do Real são realizadas na BM&F. Já nas operações *off-shore*, os *Non-Deliverable Forward* (NDF), negociados em mercados de balcão, são o instrumento privilegiado para a negociação da taxa de câmbio da moeda brasileira, bem como das demais moedas dos países emergentes (ver SEÇÃO III).

⁸ Segundo as últimas projeções do Balanço de Pagamentos divulgadas pelo BC, em 2006 as compras de moeda estrangeira pelo Tesouro no mercado de câmbio serão ainda mais intensas: a intenção é adquirir US\$ 11,266 bilhões, valor equivalente ao total do serviço de dívida a ser amortizado.

parece expressivo a ponto de provocar uma apreciação tão intensa da taxa de câmbio nominal, como a observada no período analisado.

Como detalhado na SEÇÃO III, as aplicações dos investidores estrangeiros em derivativos financeiros vinculados à taxa de câmbio tiveram um papel fundamental nesta apreciação. Além do contexto de ampla liquidez internacional e quedas sucessivas do risco-Brasil, estas aplicações foram estimuladas pelo anômalo diferencial entre os juros externos e internos, que também induziu: apostas numa "inevitável" queda da taxa de juros interna (mediante derivativos vinculados a essa taxa) e na valorização das ações brasileiras (subjacente ao aumento dos investimentos de portfólio na Bovespa – ver item 3); bem como a ampliação das posições vendidas em moeda estrangeira pelos bancos atuantes no mercado de câmbio brasileiro – que resultam em oferta de moeda estrangeira, adicionando pressões baixistas à cotação do Real.

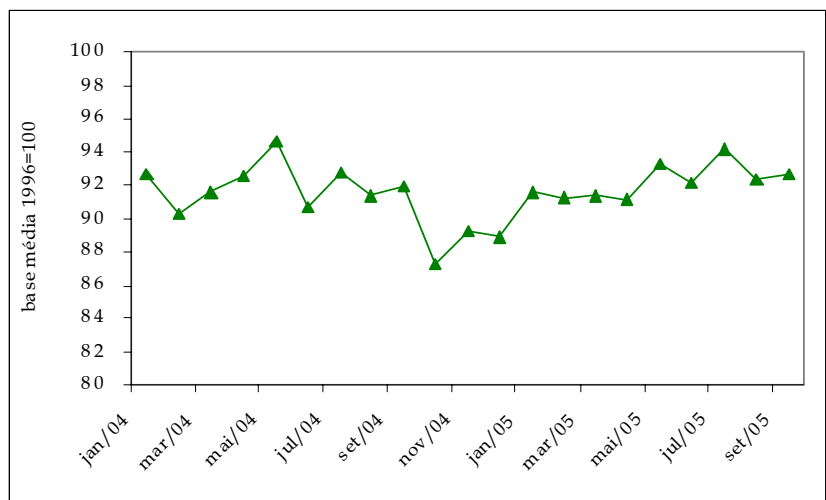
Poder-se-ia argumentar que esta apreciação nominal estaria somente contrabalançando os ganhos de termos de troca da economia brasileira, proporcionados pela alta dos preços de várias commodities exportadas pelo país no período recente. Desse ponto de vista, se o aumento da razão (P_{ext}/P_{int}), entendida como uma *proxy* dos termos de troca,⁹ não fosse neutralizado pela queda da taxa de câmbio nominal (E), esses ganhos não seriam absorvidos – na forma de aumento do poder de compra dos salários. A conseqüência seria a alta dos índices de preços internos¹⁰: ou seja, a inflação interna se converteria no

mecanismo de ajuste, neutralizando o aumento dos preços externos.

Este argumento, todavia, não parece sustentável. Por um lado, apesar da economia brasileira ter se beneficiado de ganhos de termos de troca nos últimos anos, de acordo com cálculos da Unctad (2005)¹¹ esses ganhos foram de somente 3,0% entre 2002-2004 – vis-à-vis valores superiores a 10% em outros países latino-americanos, como Chile, Peru, Venezuela e Argentina. Se no acumulado de três anos, esses ganhos não foram expressivos, no período janeiro-setembro de 2005 eles foram, provavelmente, inferiores a este valor, dado o comportamento menos favorável dos preços de algumas commodities exportadas pelo Brasil (como a soja). O índice de termos de troca calculado pela Funcex corrobora esta hipótese. Este índice teve variação positiva de somente 1,1% entre janeiro e setembro de 2005 (ver Gráfico 2), frente à apreciação da taxa de câmbio nominal de 16,2% no mesmo período – uma diferença de 15,1 pontos percentuais entre os propalados ganhos de termos de troca e esta apreciação.

Gráfico 2

Índice dos termos de troca da economia brasileira



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

⁹ Os termos de troca do país consistem na relação entre os preços das exportações e os preços das importações.

¹⁰ Este tipo de argumento foi defendido recentemente pelo diretor do Banco Central Afonso Bevilacqua Ver: Ribeiro, A. (2005) Para Bevilacqua, juros alto não valoriza real. *Valor Econômico*, 30 set., p. C2.

¹¹ Ver: Unctad (2005b) *Trade and Development Report* (chap. 3). Genève: United Nations for Trade and Development, Sept.

Por outro lado, a taxa de câmbio real constitui (ou deveria constituir) uma medida da competitividade externa do conjunto de produtos exportados por um determinado país. No caso da economia brasileira, a maior diversificação da pauta exportadora em direção a bens manufaturados explica, em grande parte, os menores ganhos de termos de troca em relação aos demais países da América Latina citados acima. Para os setores produtores de manufaturas, que não se beneficiaram da alta das cotações no mercado internacional, a apreciação da taxa de câmbio nominal significou perda de rentabilidade real das vendas externas - que pode comprometer seu desempenho exportador nos próximos anos (esta questão é retomada no próximo item). E, mesmo que os ganhos de termos de troca dos setores produtores de commodities tivessem sido significativos, não se justificaria uma apreciação de tal magnitude da taxa de câmbio, pois a alta recente dos preços desses bens constitui, sobretudo, um fenômeno cíclico.

Esta alta esteve associada a uma sobreposição de fatores - recuperação econômica global; desvalorização do dólar; bolha especulativa fomentada pelas taxas de juros baixas; avanço da industrialização e crescimento econômico da China e, em menor medida, da Índia - cuja importância relativa é de difícil dimensionamento. Mas, ao que tudo indica, estamos vivenciando mais um ciclo de preços das commodities - cuja singularidade é exatamente esta sobreposição - e não uma reversão da tendência secular de deterioração dos termos de troca desses bens. Até o momento, os patamares atuais desses preços retornaram ao nível de 1997, pré-crise asiática, ou seja, não se observou uma reversão desta tendência. No médio prazo, também é pouco provável que o crescimento da demanda pela China e pela Índia provoque esta reversão, já que os países desenvolvidos continuam sendo responsáveis por 2/3 das

importações mundiais de commodities não-energéticas (Unctad, 2005b).

Ademais, o próprio avanço da industrialização nestes dois países asiáticos reduzirá a demanda relativa por commodities agrícolas e metálicas. Além do aumento do nível de renda per capita (que induzirá mudanças nos padrões de demanda, replicando, provavelmente numa menor velocidade, o processo observado nos países desenvolvidos), a substituição de importações ampliará a oferta interna de commodities. Por sinal, este último processo já se iniciou na China, cujo apetite por algumas commodities metálicas já revela sinais de redução.¹² Dentre essas commodities, encontra-se o aço, importante produto da pauta exportadora brasileira.¹³ Em 2005, a China deve se tornar, inclusive, exportadora líquida deste produto. Ou seja, no caso da economia brasileira, o "efeito concorrência" da China não se restringe mais aos mercados de bens manufaturados intensivos em trabalho e pode suplantar o "efeito complementaridade" (ou seja, os impactos positivos sobre a demanda de commodities) nos próximos anos.¹⁴ No contexto atual, este último efeito ainda é relevante, dada a demanda chinesa ainda expressiva por soja e minério-de-ferro - cujas importações mantiveram-se elevadas esse ano em função do próprio avanço de produção siderúrgica na China.

¹² Ver: The Economist (2005). *From accelerator to brake*, Oct. 6th; Trevisan, C (2005). China reduz pressão sobre preços globais. *Folha de São Paulo*, 7 nov.

¹³ Além da redução da demanda pela China, diante da produção interna maior que a esperada de aço por este país, 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. Sobre o avanço da indústria siderurgia mundial, ver: NEIT (2005). *Boletim Neit*, n. 7, set. Instituto de Economia, Unicamp: Núcleo de Estudos da Indústria e da Tecnologia.

¹⁴ Sobre a influência desses dois efeitos sobre os países em desenvolvimento, ver: Jenkins, R.; Edwards, C. (2005). *How does China's growth affect poverty reduction in Asia and Latin America?* Paper prepared for DFID, unpublished. IDS, Sussex.

Ao lado do desaquecimento da demanda chinesa – evidente nos dados recentemente divulgados pela OMC¹⁵ (ver SEÇÃO I) – outros fatores apontam para a descompressão dos preços das commodities, cuja fase recente de alta, que se iniciou em 2002, parece ter atingido o seu pico em meados de 2005. Em primeiro lugar, 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, como o cobre); e a economia mundial não está tão pujante. Em segundo lugar, 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, já que no caso das minerais e metálicas, além da maior rigidez da oferta, esta é controlada por oligopólios¹⁶ (ver também SEÇÃO I.2). Todavia, os preços de algumas daquelas commodities (responsáveis pela maior parte dos ganhos dos termos de troca do Brasil nos últimos 3 anos, segundo a Unctad, 2005b) tiveram um novo repique no primeiro semestre de 2005, contribuindo para o

¹⁵ De acordo com o relatório anual da OMC, as importações chinesas cresceram somente 16% entre janeiro e setembro de 2005, contra 36% em 2004. Ver: WTO (2005). *World Trade Report*. Genève: World Trade Organization.

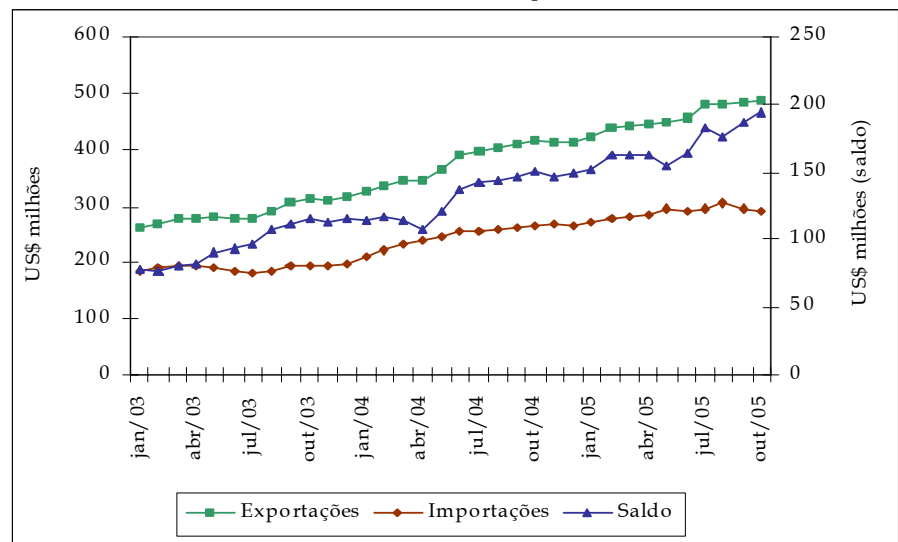
¹⁶ Sobre a dinâmica de preço diferenciada das diferentes modalidades de commodities, ver: Unctad (2005b, chap. 2 e 3).

desempenho das exportações brasileiras, como destacado a seguir.

2 A performance da balança comercial

Apesar da tendência ininterrupta de apreciação real da taxa de câmbio, o saldo comercial manteve sua trajetória ascendente em 2005, como revela a série do saldo comercial tendencial.¹⁷ Esta trajetória, que tinha perdido ímpeto no primeiro semestre do ano, ganhou um novo impulso nos últimos meses (ver Gráfico 3), devido à interação de duas tendências: da manutenção de taxa positivas de crescimento das exportações no período janeiro-setembro de 2005,

Gráfico 3
Saldo comercial tendencial por dia útil



Fonte: MIDC. Elaboração própria.

apesar de inferiores às registradas em igual período do ano anterior (24% versus 34,8%); e do crescimento um pouco menos intenso das importações no acumulado do período (20%),

¹⁷ 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 analyser, Modeller and predictor*, Timberlake Consultants.

acompanhado de perda de dinamismo a partir de julho – quando as compras internas inclusive diminuem na série tendencial por dia útil. A seguir, examinam-se mais detalhadamente essas duas tendências, com ênfase na performance das exportações – que têm instigado a maioria dos analistas.

2.1 O desempenho das exportações: fatores conjunturais versus estruturais

Uma conjunção de fatores conjunturais tem contribuído para sustentar as exportações num patamar elevado. O primeiro fator a ser destacado é o desempenho ainda favorável do comércio internacional, tanto em relação aos preços quanto à demanda externa pelos produtos brasileiros. Como a desaceleração da economia mundial em 2005 tem sido menos intensa do que a projetada anteriormente por vários analistas, os “impulsos” do ambiente externo favorável continuam presentes, apesar de não serem tão intensos como em 2004, principalmente no que diz respeito ao dinamismo da demanda externa¹⁸ (ver SEÇÃO I).

Todavia, os efeitos desse menor dinamismo (e da apreciação cambial) sobre o quantum exportado,¹⁹ foi compensado pelo desempenho favorável dos preços de algumas commodities exportadas pelo Brasil. Assim, a importância dos dois pilares do “choque externo benigno” alterou-se em relação aos dois anos anteriores, quando a contribuição do quantum para o desempenho das

exportações foi preponderante (ver boletins anteriores). No período janeiro-setembro de 2005, se considerarmos as exportações totais, as variações dos preços e do quantum foram idênticas (ver Gráfico 4), enquanto que suas respectivas contribuições ao crescimento das vendas externas praticamente se iguaram (ver Gráfico 5).

Este resultado reflete, por sua vez, o comportamento destas variáveis nas três classes de produto. No caso dos básicos e dos semi-manufaturados, a contribuição do aumento dos preços tornou-se ainda mais preponderante.²⁰ Já nos manufaturados, que não foram beneficiados pela alta dos preços das commodities (com exceção de laminados de ferro e aço, classificados nesta classe de produto), a expansão do quantum exportado continuou sendo mais expressiva. Mas, chama a atenção a maior contribuição dos preços,²¹ associada tanto à perda de fôlego das quantidades exportadas – reflexo da apreciação real da taxa de câmbio apreciada num contexto de demanda externa um pouco menos dinâmica –, quanto da estratégia das empresas exportadoras de elevarem os preços no mercado externo para compensar, ao menos em parte, a perda de rentabilidade associada a esta apreciação (esta questão será retomada a seguir).

A maior dependência do desempenho das exportações em relação à variação dos preços é uma tendência observada desde 2003, como mostra o estudo da Funcex (2005a). Mas somente no período analisado a contribuição dos preços tornou-se quase tão relevante àquela do quantum, evidenciando a maior vulnerabilidade deste desempenho a movimentos adversos nos preços das commodities.

¹⁸ De acordo com estimativas da OMC (WTO, 2005), a taxa de crescimento das exportações globais em 2005 será de 6,5%, versus 9% em 2005. Outra sinalização do menor dinamismo desta demanda é a redução da taxa de crescimento do comércio mundial estimada pelo FMI para 2005: 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. Ver: IMF (2005a). *World Economic Outlook* (chap. 1). Washington, D.C.: International Monetary Fund, Sept.

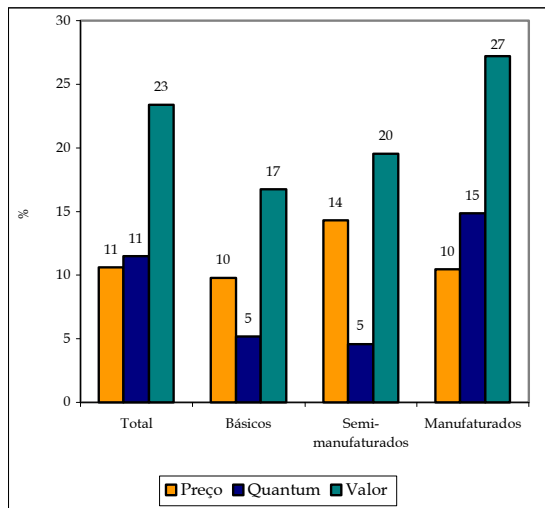
¹⁹ Sobre o menor dinamismo do quantum exportado, ver também: Funcex (2005a). *Boletim de Comércio Exterior*, ano IX, n. 8, ago.; IEDI (2005a). *Temas do comércio exterior brasileiro na atualidade*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, ago.

²⁰ Em 2004, em relação a 2003, a contribuição da variação dos preços ao crescimento das exportações de básicos e semi-manufaturados foram de, respectivamente: 53% e 64%.

²¹ Em 2004, em relação a 2003, esta contribuição foi de somente 17%.

Gráfico 4

Variação dos índices de preço, quantum e valor das exportações
- jan./set. de 2005/jan./set. de 2004



Fonte: Funcex (elaboração própria)

Apesar do movimento de alta sincronizada desses preços ter perdido ímpeto (como indica a evolução do índice composto CRB – ver Gráfico 6), algumas categorias de commodities agrícolas e minerais, com participação relevante na pauta brasileira, apresentaram alta nas cotações em 2005, como: o café²² e o açúcar, que compõem o índice de commodities “soft”; a carne que compõe os índices de alimentos; e o minério-de-ferro, cujo preço no mercado internacional teve reajuste superior a 70% no início do ano. Esta alta compensou, em parte, a queda nas cotações da soja e derivados²³ (e de outros grãos), que contaminou o índice de “grãos e óleos”. Já o índice de “metais” estabilizou-se num patamar elevado, reflexo das tendências divergentes das cotações de algumas commodities metálicas (por exemplo, o preço do cobre manteve trajetória ascendente,²⁴ pressionado pela demanda chinesa,²⁵ enquanto os

²² Os preços do café tiveram um repique logo após o furacão Katrina, que destruiu os estoques de café nos armazéns de Nova Orleães. Ver: Morrison, K. (2005). Katrina leva a alta dos preços das commodities. *Financial Times*. In: Folha de São Paulo, 4 set., p. B4.

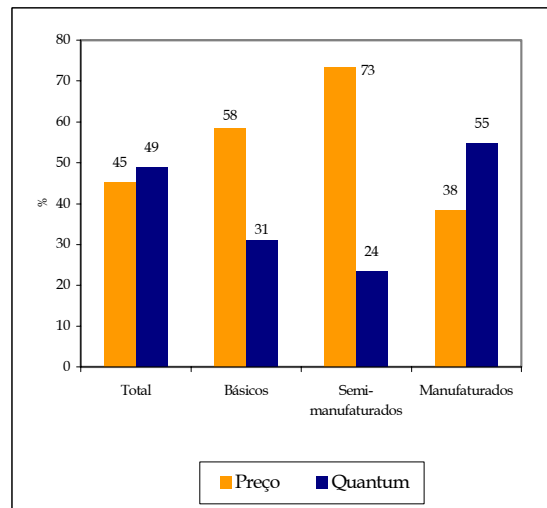
²³ Além da queda da cotação no mercado internacional, a taxa de câmbio desfavorável também afeta negativamente a rentabilidade das plantações de soja. De acordo com alguns analistas esse contexto desfavorável pode desestimular o plantio da safra 2005/2006. Ver: Lopes, F. (2005). Sinal amarelo para o plantio de soja no país. *Valor Econômico*, 17 ago., p. B14.

²⁴ Ver: Gomes, N. (2005). Cotação em alta atrai investimentos, *Valor Econômico*, 25 out., p. B7.

²⁵ The Economist (2005).

Gráfico 5

Contribuição das variações de preço e quantum ao crescimento
das exportações - jan./set. de 2005/jan./set. de 2004

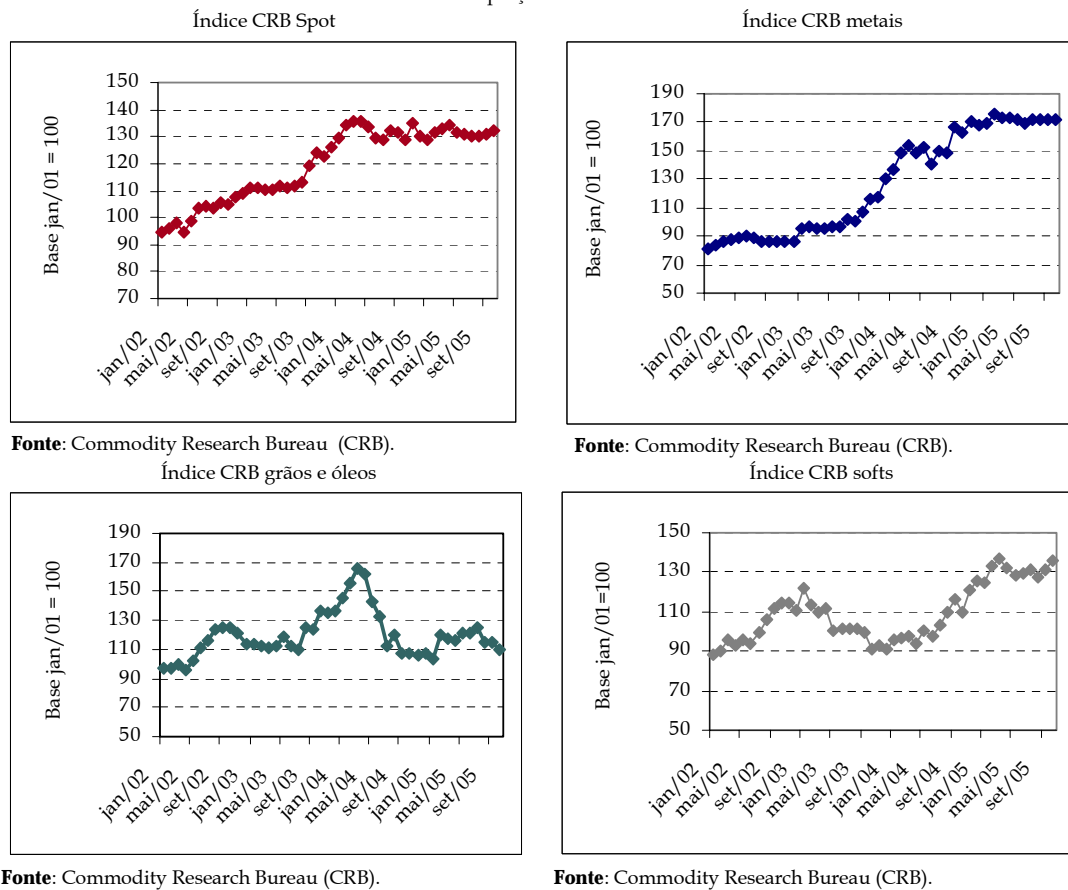


preços do aço e do alumínio experimentaram ligeira queda).

A análise do perfil das vendas externas por produto/setor e por destino contribui para elucidar o papel dos pilares do “choque externo benigno” no desempenho recente das exportações. Dos seis produtos que apresentaram maior crescimento das exportações no primeiro semestre (ver Gráfico 7), somente equipamentos eletrônicos tiveram variação negativa de preços (ver Gráfico 8). Nos demais, a contribuição dos preços foi predominante (café, siderurgia e extrativa mineral – devido à alta dos preços do petróleo) ou relevante (açúcar), reflexo do comportamento favorável das cotações no mercado internacional. Já no caso de veículos automotores, a contribuição positiva dos preços reflete a estratégia das filiais das montadoras presentes no país de reajustar seus preços no mercado externo, procurando compensar a perda de rentabilidade decorrente da apreciação da taxa de câmbio real²⁶ – estratégia que parece ter atingido o seu limite, como mencionado a seguir.

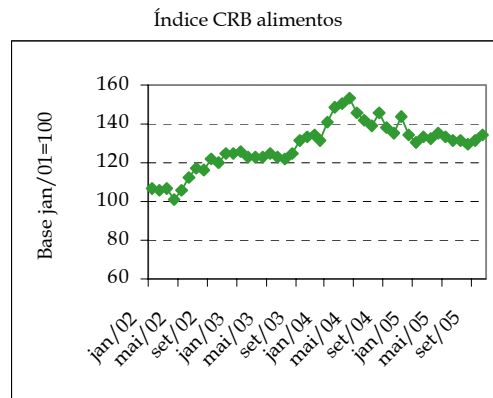
²⁶ Por exemplo, a Volkswagen elevou os preços de exportação de seus veículos em 15% para a Argentina e 8% para o México no primeiro semestre, mas os reajustes foram insuficientes para compensar a alta dos custos. Ver: Landim, R. (2005a). Exportador vê espaço menor para reajustar preços de mercadorias, *Valor Econômico*, 1 ago.

Gráfico 6
Índices de preços das commodities



Fonte: Commodity Research Bureau (CRB).

Fonte: Commodity Research Bureau (CRB).



Fonte: Commodity Research Bureau

Já a contribuição positiva do quantum reflete, no caso das commodities, o dinamismo da demanda externa de alguns países em desenvolvimento parceiros comerciais do Brasil, como a Rússia - cuja taxa de crescimento das importações foi de 27,8% no período janeiro-julho de 2005.

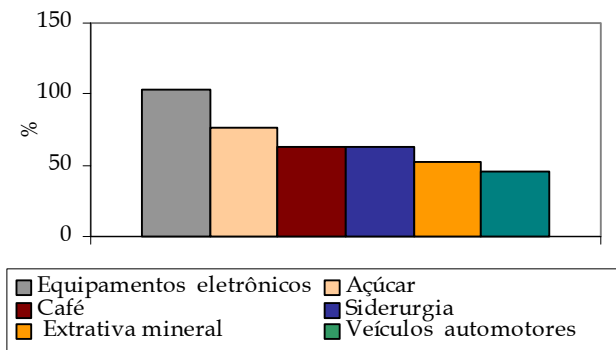
Vale mencionar que os países em desenvolvimento tornaram-se, em 2004, os principais importadores de commodities agrícolas do Brasil, superando os países desenvolvidos.²⁷

²⁷ De acordo com estudo do Instituto de Estudos do Comércio e Negociações Internacionais (Icne), os países em desenvolvimento absorveram, em 2004, 51% das exportações agrícolas do Brasil. Ver: Landim, R. (2005b). Emergentes

absorvem 51% da exportação agrícola do Brasil. *Valor Econômico*, 21 set., p. A3. Esta tendência reflete o avanço nos processos de desenvolvimento e urbanização desses países. Sobre a relação entre esses processos, sobretudo na Índia e China, e o comércio de commodities, ver: Unctad (2005b, chap. 2).

Gráfico 7

Produtos c/ maior crescimento das exportações -
1º sem. 2005/ 1º sem. 2004

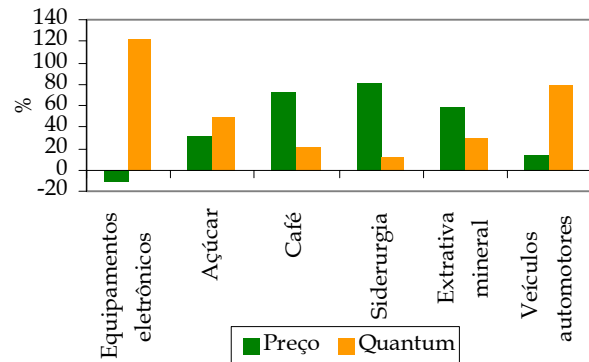


Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Essa mudança no destino das exportações também atingiu outras modalidades de commodities minerais e metálicas. Enquanto a Rússia é um importante importador de carnes e açúcar, a China absorve parte expressiva das exportações brasileiras de soja e minério-de-ferro (ver Gráfico 9).

Gráfico 8

Contribuição de preço e quantum -
1º sem. 2005/ 1º sem. 2004



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Estados Unidos e, principalmente, Argentina - cujas importações cresceram mais que 30% entre janeiro e agosto de 2005 -, quanto da existência de capacidade ociosa nas plantas produtivas domésticas.²⁸ Já no caso da indústria automobilística, além das compras da Argentina, os desempenho ainda favorável do quantum

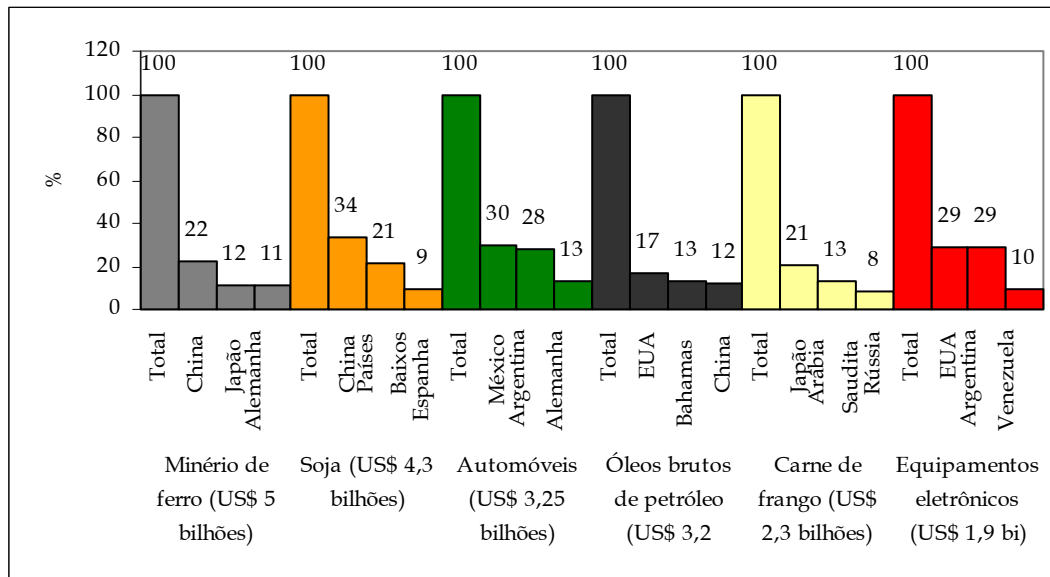
decorreu dos contratos de exportação realizados no âmbito dos grupos transnacionais quando a taxa de câmbio não era tão desfavorável (contratos que se converteram em exportações efetivas com uma certa defasagem).

Ademais, nestes (e nos demais) setores de manu-

facturados alguns fatores igualmente conjunturais atenuaram a perda de rentabilidade das

Gráfico 9

Principais produtos exportados por países de destino (jan./ago. 2005)



Fonte: Mdic. Elaboração própria.

No caso de equipamentos eletrônicos, o aumento do quantum e do valor das exportações (ver Gráfico 9) decorreu tanto da demanda externa também aquecida de outros parceiros, como

²⁸ Ver Funcex (2005b). *Boletim Setorial*, ano IX, n. 2, jul./dez.

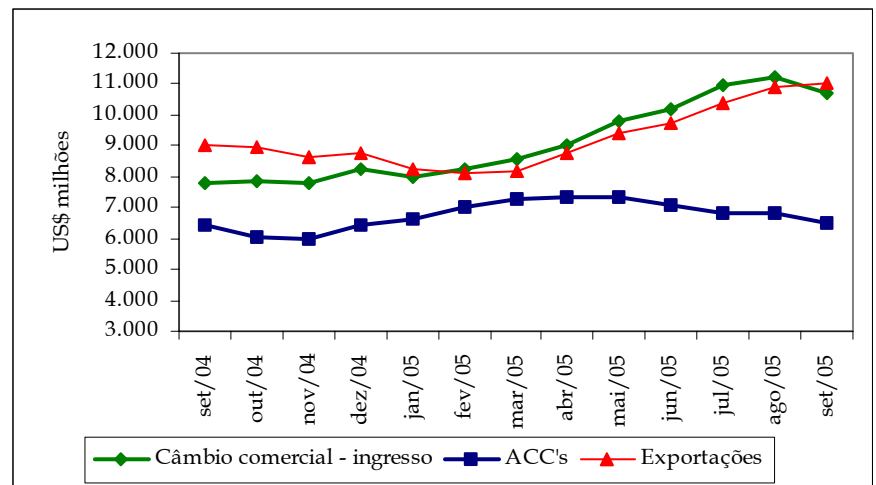
exportações num contexto de apreciação cambial e demanda externa menos pujante. Em primeiro lugar, além do setor automobilístico, vários destes setores reajustaram seus preços no mercado externo, procurando compensar a perda de rentabilidade decorrente da evolução adversa da taxa de câmbio.²⁹ Esta estratégia foi bem sucedida – no sentido de comprometer pouco o quantum exportado – especialmente na América Latina, região que importa 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 inviabilizou reajustes de preços.³⁰ Todavia, segundo a Funcex, os preços parecem ter atingido o seu “teto” em meados do ano: após terem aumentado no primeiro semestre, devem se estabilizar no segundo semestre.

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) embora tenha provocado a perda de rentabilidade das exportações, também permitiu sua atenuação mediante dois mecanismos complementares, de natureza financeira. Por um lado, as empresas 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),³¹ tornou o custo financeiro dos ACCs ainda mais atrativo. 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 à percepção de que a taxa de câmbio estava atingindo o seu piso, percepção reforçada após o agravamento da crise política em julho (ver Gráfico 10).

Gráfico 10

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 entre fevereiro e agosto deste ano (ver Gráfico 10). Esta antecipação – que perdeu fôlego quando o Banco Central interrompeu a política de elevação da taxa de juros básica – possibilitou a aplicação dos recursos internalizados no mercado financeiro doméstico a uma taxa de juros real elevadíssima, ampliando as receitas efetivas em Reais.

²⁹ De acordo com a Funcex (2005b), no primeiro semestre de 2005, em relação ao mesmo período de 2004, somente quatro setores produtores de commodities não tiveram perda de rentabilidade: café, siderurgia, refino de petróleo e petroquímicos.

³⁰ Landim, R. (2005c). Exportações para os EUA caem 2,1% em junho. *Valor Econômico*, 15, 16, 17 jul. 2005.

³¹ Lucchesi, C. P. (2005a). Juros do crédito à exportação de curto prazo em recorde de baixa. *Valor Econômico*, 22 ago.

Ainda em relação aos fatores financeiros, para algumas empresas a apreciação do real significou redução do serviço (juros e amortização) das dívidas em dólar, com desdobramentos positivos para o resultado financeiro, o que compensou a perda de rentabilidade real decorrente das menores receitas com exportação. Contudo, este efeito, além de localizado,³² parece ter perdido ímpeto no terceiro trimestre.³³

Ao lado desses fatores conjunturais, um elemento de caráter mais estrutural também contribuiu para sustentar as exportações de manufaturados em 2005, a despeito da apreciação da taxa de câmbio real. Como já mencionado nos boletins precedentes, a evolução mais favorável deste preço-chave entre 1999 e 2003 (quando a moeda brasileira passou por uma séria desvalorização) - somada ao encolhimento do mercado doméstico simultâneo ao acúmulo de capacidade ociosa³⁴ - induziu empresas nacionais e estrangeiras de vários setores industriais a direcionarem uma parte relevante da sua produção para o mercado externo. 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.

É especialmente preocupante os impactos dessa evolução (adversa desde meados de 2004)

sobre as futuras decisões de investimento das empresas que atuam nos setores de manufaturados. Na realidade, esses impactos (deletérios) já começaram a se explicitar no caso dos manufaturados em geral - cujo quantum exportado na série tendencial está estagnado desde julho³⁵ -, bem como no setor de veículos automotores. Quatro das principais montadoras com filiais no país (Volkswagen, Ford, Fiat e GM) já perderam contratos de exportação em 2005, principalmente para o México.³⁶ Todavia, a retração dos contratos surtirá efeitos sobre as exportações efetivas sobretudo em 2006, dado seu prazo geralmente longo (que pode chegar a 12 meses). Na realidade, o patamar atual da taxa de câmbio real ameaça o desempenho exportador de vários setores industriais de média ou mesmo alta intensidade tecnológica que consolidaram uma posição competitiva no mercado internacional nos últimos anos, como o automobilístico, o de máquinas e tratores e alguns segmentos de bens de capital e equipamentos eletrônicos. Os resultados de um recente estudo do Iedi (2005c)³⁷ elucidam a importância desses setores para o desempenho recente das exportações: no período janeiro-agosto as vendas externas de manufaturados passou a liderar o crescimento das exportações e dentre estes bens destacaram-se três produtos de alta ou média-alta tecnologia (veículos rodoviários; telecomunicações, reprodução e registro sonoro; e bens de capital). Ademais aquele patamar praticamente inviabiliza a inserção internacional de outros setores potencialmente competitivos, especialmente

32 Mandl, C. (2005a). Câmbio aumento lucro das companhias. *Valor Econômico*, 5, 6 e 7 ago., p. B1.

33 Ver: Mandl, C. (2005b). Efeito positivo do câmbio sobre as dívidas perde força. *Valor Econômico*, 25 out., p. B2; Mandl, C. (2005c). Real valorizado começa efeito positivo do câmbio sobre as dívida perde força. *Valor Econômico*, 25 out., p. B2

34 As filiais do setor de máquinas e tratores tiveram a mesma sorte. Sobre a mudança de estratégia das empresas transnacionais, ver: Baer, M.; Cintra, M. *Brasil: investimento estrangeiro direto e estratégias empresariais*. Santiago do Chile: Comissão Econômica para América Latina e Caribe (Cepal), set., 2004.

35 Ver IEDI (2005b). Exportações em desaceleração e recuo das exportações, o que pode indicar? *Análise IEDI*, Balança Comercial, 1 nov. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial.

36 Ver: Olmos, M. (2005a). Volkswagen perde a venda de 8 mil carros para o México. *Valor Econômico*, 18 ago., p. B9; Olmos, M. (2005b). Ford reduz exportação do Ka para o México. *Valor Econômico*, 7, 8, 9 out., p. B9; Olmos, M. (2005c). Exportações de carros devem cair em 2006. *Valor Econômico*, 25 out., p. B6.

37 IEDI (2005c). *Exportação e importação: tendências recentes*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, out.

daqueles de maior conteúdo tecnológico e potencial de crescimento da demanda internacional.³⁸

Como mostra a Unctad (2005b), as maiores taxas de crescimento das exportações dos países do leste e sudeste da Ásia nos últimos 10 anos (em relação aos demais países em desenvolvimento) estiveram associadas ao crescimento dos volumes exportados de bens tecnologicamente avançados e, *pour cause*, dinâmicos no comércio mundial. Este crescimento, ancorado nas elevadas taxas de crescimento da demanda externa por esses bens, foi mais do que suficiente para compensar a deterioração dos termos de troca desses países, garantindo a ampliação do “poder de compra das exportações”³⁹ – conceito relevante para avaliar o desempenho exportador dos países. Nesse critério, o Brasil está na contracorrente: apesar do ligeiro aumento da contribuição dos setores de maior conteúdo tecnológico para o desempenho do saldo comercial no primeiro semestre de 2005 (em relação ao mesmo período de 2004), aqueles de baixa ou média-baixa intensidade tecnológica continuam predominando (Iedi, 2005).⁴⁰

Em suma, as exportações no período janeiro-setembro de 2005 continuaram impulsionadas pelo desempenho positivo do comércio internacional, principalmente em relação aos preços das commodities, assim como em outros fatores de fôlego mais curto (como a estratégia de alguns setores de manufaturados de aumentar o preço no mercado internacional e o próprio diferencial entre os juros internos e

externos). Esses fatores, ao atenuarem os impactos negativos da apreciação da taxa de câmbio real, têm a capacidade de sustentar as vendas externas a partir da capacidade instalada existente. Mas, a evolução adversa deste preço-chave provavelmente desestimulará investimentos nos setores de manufaturados que alcançaram uma inserção externa competitiva após 1999, o que comprometerá suas respectivas exportações nos próximos anos – quando os preços das commodities exportadas pelo país provavelmente apresentarão comportamento menos favorável (com efeitos negativos sobre as vendas externas desses bens).

2.2 A performance das importações e a desaceleração do crescimento

O crescimento das importações no período janeiro-setembro de 2005 (em relação ao mesmo período de 2004) foi de 20% (ligeiramente inferior àquele das exportações – ver Gráfico 4), associado, principalmente à variação dos preços, mas também à expansão do quantum importado em todas as categorias de uso, com exceção de combustíveis (ver Gráfico 11). A análise das contribuições das variações de preço e quantum ao desempenho das importações revela que, ao contrário das exportações, a contribuição da variação dos preços foi preponderante, pressionada pela alta dos preços do petróleo no mercado internacional (ver Gráfico 12).

O crescimento do quantum importado no período analisado foi estimulado, como seria de se esperar, pela taxa de câmbio favorável vigente no período. No caso das importações de bens de capital, além das empresas terem aproveitado a taxa de câmbio favorável para antecipar investimentos, o aumento das quantidades importadas pode ser um sinal de “reversão na substituição de importações” que ocorre após a desvalorização cambial de 1999, como destaca o estudo do Iedi (2005c).

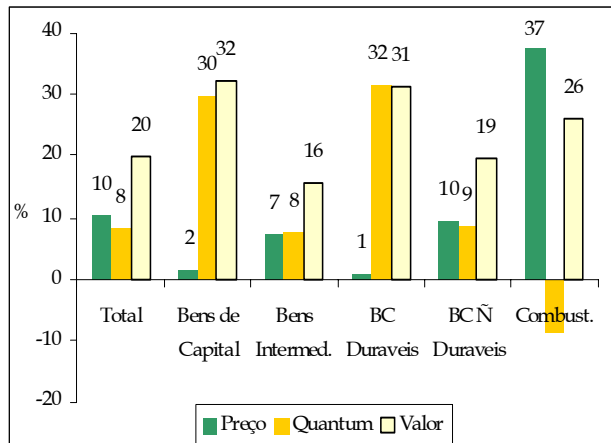
³⁸ Ver: Coutinho, L. (2005a). Os estragos lamentáveis do câmbio superaquecido. *Valor Econômico*, 21 out., p. A11; Coutinho (2005b). Qual estratégia competitiva? *Valor Econômico*, 26 ago., p. A11.

³⁹ O “poder de compra das exportações” (também denominado de “*income terms of trade*”) é o efeito combinado das variações nos termos de troca e na quantidade exportada (Unctad, 2005b).

⁴⁰ IEDI (2005d). *Aspectos relacionados ao dinamismo e à tecnologia no comércio exterior brasileiro*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, ago.

Gráfico 11

Variações de preço, quantum e valor das importações
jan./set. 2005/jan./set. 2004



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

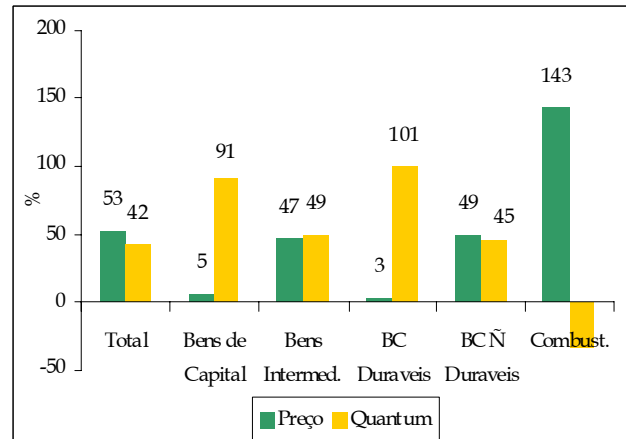
Este estudo também anuncia uma hipótese interessante sobre a expansão das importações de bens intermediários: estas podem estar relacionadas ao aumento do processo de *drawback*. Este processo é realizado pelas empresas transnacionais que adotam uma estratégia de *global sourcing* e que elegeram suas filiais brasileiras como plataformas de exportação (ver item 2.1) Assim, parte desses bens seria reexportada após um processo de transformação industrial. Ademais, a taxa de câmbio favorável estimulou, igualmente, a troca de insumos nacionais por importados.⁴¹ Todavia, as compras internas dessas duas categorias de uso perderam ímpeto a partir de julho na série tendencial – provavelmente em função da desaceleração do nível de atividade interno (ver SEÇÃO V) –, o que explica, em grande parte, a redução do dinamismo das importações nos últimos meses (ver Gráfico 3).

Já as importações de bens de consumo, duráveis e não-duráveis, tiveram um comportamento oposto: ganharam ímpeto no terceiro trimestre e, principalmente, em outubro, quando as compras internas de automóveis foram o destaque (Iedi, 2005b). Além da taxa de câmbio

⁴¹ Landim, R.; Lamucci, S. (2005). Importação aumenta e produção local arrefece, *Valor Econômico*, 10 nov., p. A6.

Gráfico 12

Desempenho das importações: contribuição da variação de preço e quantum – jan./set. 2005/jan./set. 2004



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

favorável – que finalmente contrabalançou o impacto sobre os preços dos importados da incidência de PIS e Cofins no momento da importação⁴² – nesses setores também deve estar ocorrendo uma substituição da produção doméstica por importações (principalmente chinesas).

3 Fluxos de capitais e vulnerabilidade externa

A outra fase do contexto internacional favorável para os países emergentes consiste no ambiente de excesso de liquidez internacional e elevado apetite por risco (ver SEÇÃO I), que resultou em fluxos líquidos de capitais voluntários positivos para a economia brasileira no acumulado de janeiro a setembro de 2005. As condições financeiras favoráveis, mesmo num contexto de aumento da taxa de juros básica nos Estados Unidos,⁴³ continuaram fomentando o chamado “*search for yield*” dos investidores globais. A busca por rentabilidade estimulou a estruturação de operações cada vez mais complexas e alavancadas no âmbito dos países

⁴² Essa medida foi adotada por motivo de isonomia (Iedi, 2005c).

⁴³ Outro condicionante destes fenômenos foi o aumento da demanda secular por esses títulos pelos investidores institucionais, como fundos de pensão e seguradoras.

centrais,⁴⁴ bem como fomentou a demanda por títulos de maior risco de crédito, como aqueles emitidos pelos países emergentes (IMF, 2005b).⁴⁵

Nem mesmo a turbulência no mercado de títulos *high yield*, provocada pelos *downgrades* da GM e da Ford em maio, foi capaz de abalar esta demanda. Ao contrário do observado em outros episódios (como em 2002), não houve uma sincronia entre o comportamento deste mercado e aquele do mercado de títulos de dívida dos países emergentes.⁴⁶ Este praticamente não foi atingido pelo “*sell-off*” do segundo trimestre, tanto em termos da demanda por emissões, quanto em termos dos *spreads* cobrados (BIS, 2005b). Pelo contrário, parte dos recursos aplicados naquela categoria de títulos corporativos antes do rebaixamento do risco de crédito das duas grandes montadoras norte-americanas parece ter se direcionado para os fundos dedicados a títulos de dívida e ações emergentes, que receberam um volume significativo de aplicações até agosto de 2005. Ademais, as emissões brutas de títulos, ações e empréstimos foram recordes no primeiro semestre de 2005 e as emissões líquidas superiores às realizadas no mesmo período de 2004 (IMF, 2005b).⁴⁷

⁴⁴ Por exemplo, tanto as operações de *Leveraged Buy Out* (LBO), quanto a demanda por títulos de dívida emitidos para financiá-las (geralmente de baixa qualidade de crédito) elevaram-se no primeiro semestre de 2005. Vale lembrar que a onda anterior de LBO (1999-2000) foi sucedida pela deterioração das condições de crédito, que atingiu seu ápice em 2002. Ver: BIS (2005b). *Quarterly Review*. Basile: Bank of International Settlements, Sept.

⁴⁵ Ver: IMF (2005b). *Global Financial Stability*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

⁴⁶ As emissões por parte das empresas *high-yield* dos países centrais retraíram-se 44% no segundo trimestre em relação ao trimestre anterior, e os *spreads* dos “*US high-yield bonds*” no mercado secundário subiram de 355 pontos básicos no dia 1º de abril para 457 pp no dia 17 de maio. Este mercado retomou a normalidade em junho, com a redução dos *spreads* e realização de novas emissões (BIS, 2005b).

⁴⁷ Os dados do BIS (2005b) apontam no mesmo sentido. As emissões brutas pelos países emergentes mantiveram sua tendência ascendente, observada desde o início de 2003, tendo atingido US\$ 133,1 bilhões somente no primeiro semestre de 2005 – crescimento de 6% em relação ao primeiro trimestre (no ano de 2004, o total emitido foi de US\$ 152). As emissões líquidas também aumentaram no segundo trimestre, atingindo US\$ 28,7 bilhões.

A demanda pelos ativos dos países emergentes resultou na queda generalizada dos *spreads* de crédito, que foi acompanhada, em geral e com uma certa defasagem, pela elevação da nota de risco atribuída pelas agências de *rating*. O desempenho macroeconômico favorável desses países – crescimento econômico, baixa inflação, superávits fiscais e em conta corrente, acúmulo de reservas – também contribuiu para a melhora da qualidade de crédito⁴⁸ e, conseqüentemente, do “retorno ajustado pelo risco”.⁴⁹ De acordo com o FMI (IMF, 2005b), esta melhora estimulou inclusive investidores institucionais, como fundos de pensão e segurados, até então atípicos nos mercados de títulos de dívida emergente, a realizar aplicações nesta classe de ativo. Enquanto os países classificados como “*investment-grade*” tiveram acesso a uma ampla gama de investidores, os papéis dos demais países também se tornaram “objeto de desejo” destes investidores. Esta ampliação da base de investidores seria uma das possíveis explicações para a dissociação entre os *spreads* dos países emergentes e dos títulos *high yields*, mencionada acima.⁵⁰ Mas, como observado no ciclo de liquidez dos anos 90, apesar dos chamados “fundamentos” dos países poderem atenuar a aversão ao risco dos investidores, o seu apetite por risco depende, em última instância, das condições financeiras vigentes nos países centrais. Essas condições, desde 2003 extremamente favoráveis, têm fomentado diversas “bolhas”: além do ciclo de liquidez para os mercados emergentes, o “boom

⁴⁸ Entre junho de 2004 e junho de 2005, os *upgrades* dos títulos de dívida emergente superaram os *downgrades* numa ampla margem (24 contra 9), o que elevou o nível médio de crédito do índice EMBIG para BB em 2005 (IMF, 2005).

⁴⁹ Enquanto os títulos de renda fixa têm apresentado, desde 2001, uma das melhores taxas de retorno ajustadas pelo risco, os mercados acionários emergentes também têm propiciado retornos (*ex post*) superiores aos mercados acionários dos países centrais (IMF, 2005b).

⁵⁰ Mais um sintoma do ambiente extraordinariamente favorável de liquidez para os emergentes foi o impacto efêmero de turbulências políticas em alguns países emergentes (como Brasil e Filipinas) sobre o apetite dos investidores (BIS, 2005b).

imobiliário” nos países centrais e mesmo a “bolha” no mercado de commodities (que está se desinchando).

O cenário de liquidez favorável persistiu no terceiro trimestre. Uma das manifestações desta persistência foi o aumento o número de *upgradings* anunciados pela agência de *rating* Moody's (62% superior aos rebaixamentos de notas, versus 52% no segundo trimestre).⁵¹ O Brasil continuou sendo beneficiado tanto pela elevação do *rating* de crédito – que atingiu a dívida soberana, após o *upgrading* dos títulos de várias empresas privadas⁵² – quanto pela oferta de recursos. Segundo o Valor Data, o total de captações externas mediante títulos e empréstimos sindicalizados atingiu US\$ 12,2 bilhões neste trimestre.⁵³

O ambiente de euforia no mercado financeiro internacional vigente entre janeiro e setembro de 2005 contaminou diversas modalidades de fluxos de capitais direcionados para a economia brasileira (ver Gráfico 13), como os investimentos de portfólio no país, direcionados, essencialmente, para a aquisição de ações na Bovespa. Estes investimentos foram um dos principais responsáveis pelo resultado positivo nos capitais voluntários da conta financeira, como revela o Gráfico 13. Além do “*rally*” praticamente generalizado nos mercados acionários dos países centrais e emergentes, tanto da Ásia quanto da América Latina – fomentado pelo contexto de ampla liquidez (BIS, 2005b) –, esses investimentos foram atraídos pelas

perspectivas de lucro com as ações negociadas na Bovespa. Segundo estudo da *Standard & Poors*, apesar do crescimento do seu valor de mercado em US\$ nos últimos meses, a bolsa brasileira é ainda a mais barata entre as bolsas emergentes, reflexo do patamar reduzido da razão Preço/Lucro da média dos papéis negociados.⁵⁴

Enquanto os investimentos em ações negociadas na Bovespa totalizaram US\$ 3,8 bilhões no acumulado de janeiro a setembro, as aplicações em títulos de renda fixa somaram, somente, US\$ 494 milhões, mantendo o padrão observado nos últimos anos – quando essas aplicações foram, igualmente, irrisórias. O Tesouro Nacional pretende alterar esse padrão mediante a instituição de um registro praticamente automático no Banco Central aos investidores estrangeiros que desejem adquirir títulos públicos emitidos no mercado doméstico. Esse registro ocorrerá num prazo máximo de 24 horas e está previsto para ser implementado em meados de novembro.⁵⁵ Todavia, essa desburocratização adicional dos investimentos estrangeiros no mercado financeiro local talvez não seja eficaz, pois o excesso de tributação (CPMF, IOF, IR) constitui, na prática, um desestímulo à aquisição desses títulos por não-residentes (que preferem comprar aqueles emitidos no mercado internacional, denominados em US\$ ou em R\$, os quais oferecem, igualmente, elevada rentabilidade).

Outra modalidade de recurso, que também passou a registrar ingresso líquido de capitais, foram os “empréstimos e financiamentos de longo prazo”, responsáveis pelos resultados positivos da série “Outros investimentos, excl. oper. de regul.” a partir de julho (ver Gráfico 13).

⁵¹ Nos três primeiros trimestres de 2005, os emissores latino-americanos e, especialmente aqueles classificados como “grau especulativo”, foram especialmente beneficiados pela mudança na classificação de risco (IMF, 2005b).

⁵² A Petrobrás e a Vale do Rio Doce foram “presenteadas” com a classificação de “*investment graded*” em 2005. Outras empresas também tiveram aumento de *rating*, ancorado na alta rentabilidade e na queda do endividamento. Ver: Billi, M. (2005). Empresas atingem sua melhor avaliação, *Folha de São Paulo*, 23 out., p. B1.

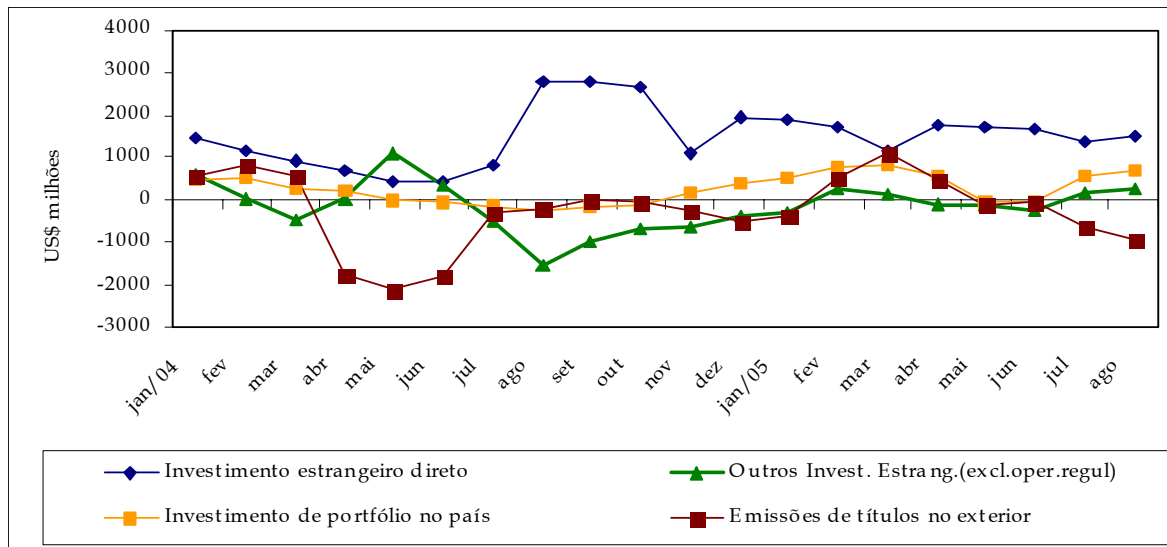
⁵³ Lucchesi, C. P. (2005b). Captações alcançam US\$ 12,2 bi no terceiro trimestre. *Valor Econômico*, 3 out., p. C1.

⁵⁴ Camargos, D. (2005). Preço de banana. *Foco Economia*, 29 jul., p. 42.

⁵⁵ Safatle, C. (2005). Tesouro facilita registro de investidor estrangeiro. *Valor Econômico*, 3 nov., p. C2.

Gráfico 13

Composição da conta financeira – capitais voluntários (média móvel trimestral)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Este resultado reflete a manutenção da tendência de recuperação dos empréstimos bancários sindicalizados para as economias emergentes, observada no segundo trimestre de 2005 – quando atingiram US\$ 45 bilhões, valor não observado desde 1997, de acordo com o BIS (2005b). O crescimento do volume foi acompanhado pela queda dos *spreads*, que beneficiou o conjunto das regiões emergentes, inclusive a América Latina. Nessa região (e no Brasil), empresas dos setores de commodities, que usufruíram “*windfall gains*” devido à alta recente dos preços, foram especialmente favorecidas.

A partir de setembro, diante do maior receio de piora das condições de liquidez nos próximos meses, algumas empresas contrataram este tipo de empréstimo, mas como crédito “*stand-by*” – uma espécie de “cheque-especial”, que a empresa pode utilizar em situações adversas; em contrapartida, é paga uma comissão aos bancos credores.⁵⁶ Em outubro, apesar da ligeira turbulência no mercado internacional de títulos de

dívida – devido ao aumento da volatilidade nas taxas de juros dos títulos do Tesouro americano,⁵⁷ o mercado de crédito sindicalizado continuou favorável às captações de empresas brasileiras dado o contexto de baixa de rentabilidade dos bancos em seus países de origem (seja em função da baixa demanda de crédito pelas empresas capitalizadas, seja devido à acirrada concorrência). Além de novas contratações de créditos *stand-by*, algumas empresas adiantaram operações que seriam realizadas somente em 2006, aproveitando os *spreads* excepcionalmente baixos.⁵⁸

Já a série “Emissões de Títulos no exterior” tornou-se novamente negativa a partir de junho, reflexo, sobretudo, da estratégia dos setores privado e público de rolar parcialmente a dívida externa – e não de restrições do lado da oferta. Na realidade, as condições de liquidez favoráveis possibilitaram a realização de operações de administração de passivo pelos devedores dos países emergentes de forma geral. No Brasil, o

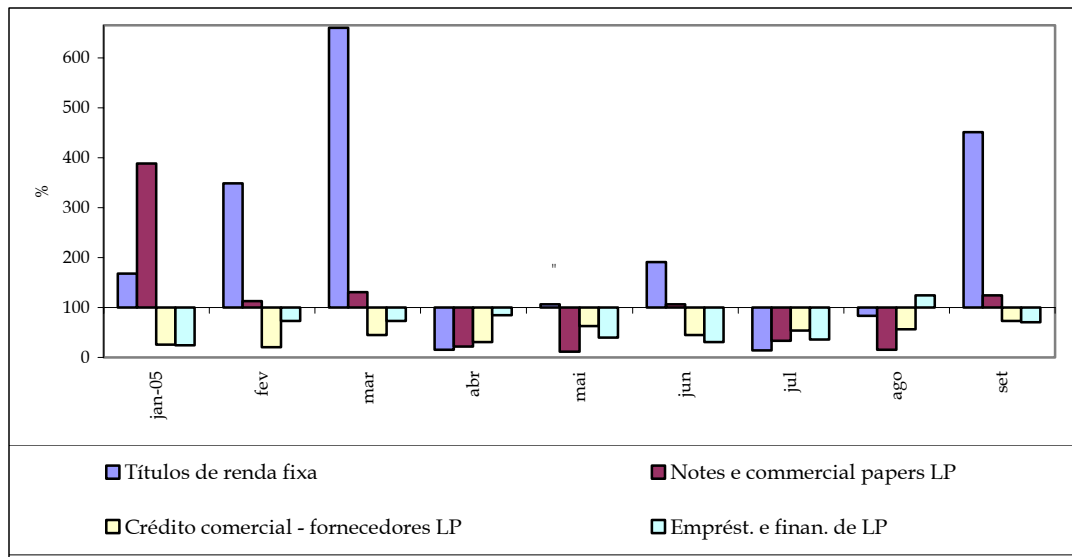
⁵⁶ Lucchesi, C. P. (2005c). CSN prepara empréstimo “*stand-by*” de US\$ 300 mi para capital de giro, *Valor Econômico*, 31 out., p. C2.

⁵⁷ Lucchesi, C. P. (2005d). Juros nos EUA atrapalha captações, *Valor Econômico*, 27 out., p. C1.

⁵⁸ Lucchesi, C. P. (2005e). Bancos emprestam mais ao Brasil. *Valor Econômico*, 7 nov., p. C1.

setor público seguiu o caminho dos governos de vários países, como México e Chile,⁵⁹ e aproveitou o contexto favorável para reestruturar sua dívida externa,⁶⁰ reduzir o endividamento líquido do setor público e pré-financiar compromissos externos de 2006. Esta estratégia foi perseguida mediante a aquisição de divisas no mercado de câmbio por intermédio do Banco do Brasil e a emissão de títulos soberanos,⁶¹ o que explica as taxas de rolagem superiores a 100% dos títulos de renda fixa em alguns meses do ano, como março e setembro (ver Gráfico 14).

Gráfico 14
Taxas de rolagem (em %)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

A dívida externa privada também manteve sua trajetória descendente, reflexo das taxas de rolagem inferiores a 100% das “*notes e commercial papers*” entre abril e agosto de 2005. Em março e setembro, o setor privado aproveitou o sucesso

das emissões soberanas (em termos de custo e volume) e também realizou captações líquidas de recursos para pré-financiar obrigações externas de 2006 (ver Gráfico 14). Em junho de 2005, a dívida de curto prazo (essencialmente privada) atingiu seu valor mais baixo desde 1989⁶² e a de médio e longo prazos o menor patamar dos últimos sete anos. Além da troca de dívida externa por interna devido ao maior risco cambial inerente ao regime de câmbio flutuante, a apreciação do Real desde 2004 certamente estimulou as empresas a quitarem parte de seu endividamento externo.

Como consequência da redução deste endividamento, no âmbito dos setores público e privado, o volume de amortizações em 2006 somará somente US\$25 bilhões, menor valor desde 2001.⁶³ Em 2005, este volume foi de US\$ 33 bilhões. O alongamento

do prazo da dívida soberana também contribuiu para esta redução.

Apesar de, em termos líquidos, a dívida externa ter se reduzido, o contexto de ampla liquidez internacional e elevado apetite por risco abriu espaço para novas modalidades de captação pelos emissores brasileiros, como os bônus perpétuos. Como o próprio nome diz, esses títulos não têm prazo de vencimento, mas podem ser

⁵⁹ Por exemplo, o México pré-financiou todos os seus compromissos externos de 2006 e 2007 (IMF, 2005b).

⁶⁰ No final de julho, o governo brasileiro trocou cerca de 80% da dívida em C-bonds (até então, o título de dívida emergente mais transacionado) por A-bonds, o que revelou a receptividade dos investidores estrangeiros e contribuiu para a melhora do risco-Brasil.

⁶¹ Por exemplo, a emissão bem sucedida de US\$ 1 bilhão dia 6 de setembro constitui uma antecipação de 2006, pois o Tesouro concluiu em julho seu cronograma de captações para 2005.

⁶² Izaquirre, M. (2005). Dívida de curto prazo cai para US\$ 16,7 bi”. *Valor Econômico*, 22 set., p. C1.

⁶³ Ribeiro, A. (2005). País reduzirá pagamento em 2006. *Valor Econômico*, 19 out., p. C1.

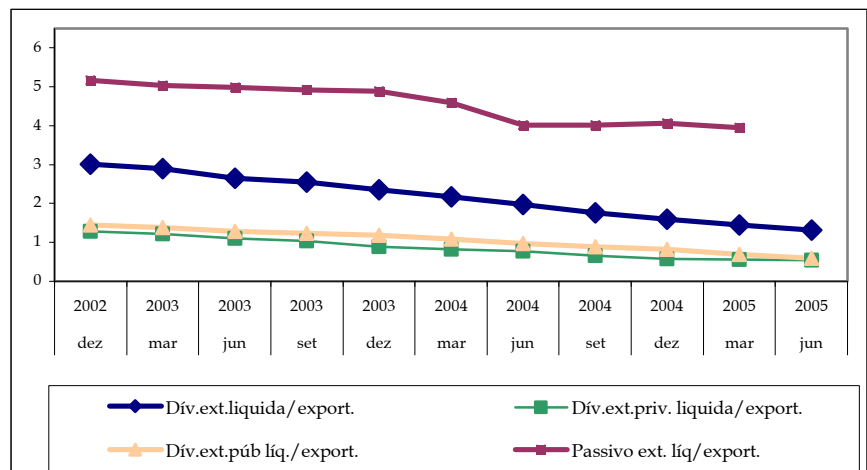
resgatados pelo emissor a partir do quinto ano. Além da inexistência, em princípio, de prazo de vencimento, estes papéis embutem um maior risco devido à sua forma de contabilização: são classificados como dívida subordinada que, em caso de falência, é a última a ser paga. Entre o primeiro lançamento deste tipo de papel em junho (pelo Bradesco) e setembro, foram captados US\$ 3 bilhões em bônus perpétuos.⁶⁴

Outra tendência observada nas emissões brasileiras, que também se insere num movimento mais geral do conjunto dos países emergentes, é o volume crescente de títulos denominados em R\$ emitidos no mercado internacional. É interessante observar que a maior “receptividade” dos investidores globais por títulos denominados nas respectivas moedas dos países emergentes emissores coincidiu com o estreitamento dos *spreads* nos títulos denominados em US\$, fenômeno também observado no biênio 1996-1997 – por sinal, pico do ciclo de liquidez dos anos 90.⁶⁵ Na América Latina, as emissões brasileiras parecem ter predominado. Os bancos abriram o caminho, sendo seguidos, num primeiro momento, pelas empresas privadas e, num segundo momento, pela República do Brasil. Vale lembrar que essas emissões ofereceram um atrativo adicional aos investidores em busca de rentabilidade num ambiente de queda dos *spreads* mesmo nos mercados mais rentáveis (como os emergentes) e

elevação, mesmo que lenta e comedida, dos juros nos países de origem: a perspectiva de continuidade de apreciação da moeda brasileira, associada, em grande parte, ao elevado diferencial entre os juros externos e internos (ver SEÇÃO III). Nas vésperas da emissão do Tesouro, o setor privado, liderado pelos bancos, tinha captado US\$ 1,16 bilhão nesta modalidade de captação. Mas, ao contrário dos bônus perpétuos, os prazos das emissões são geralmente curtos, e as taxas de juros, bastante elevadas,⁶⁶ se aproximam das taxas domésticas líquidas de impostos.

A queda do endividamento externo líquido dos setores público e privado – ao lado da taxa de crescimento ainda elevada das exportações, apesar de inferior às registradas no biênio precedente – contribuiu para a manutenção da tendência de melhora dos indicadores de solvência externa, especialmente daqueles que trazem essa dívida no numerador (ver Gráfico 15).

Gráfico 15
Indicadores de solvência externa



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

⁶⁴ Destes US\$ 3 bilhões, US\$ 1,3 bilhão foi captado por bancos residentes no Brasil. Ver: Lucchesi, C. P. (2005f). Demanda por bônus do país chega a US\$ 5,6 bilhões. *Valor Econômico*, 16, 17, 18 set. p.C1; Lucchesi, C. P.; Carvalho, M. C. (2005). BC tem dúvidas sobre perpétuos. *Valor Econômico*, 16 nov., p. C1.

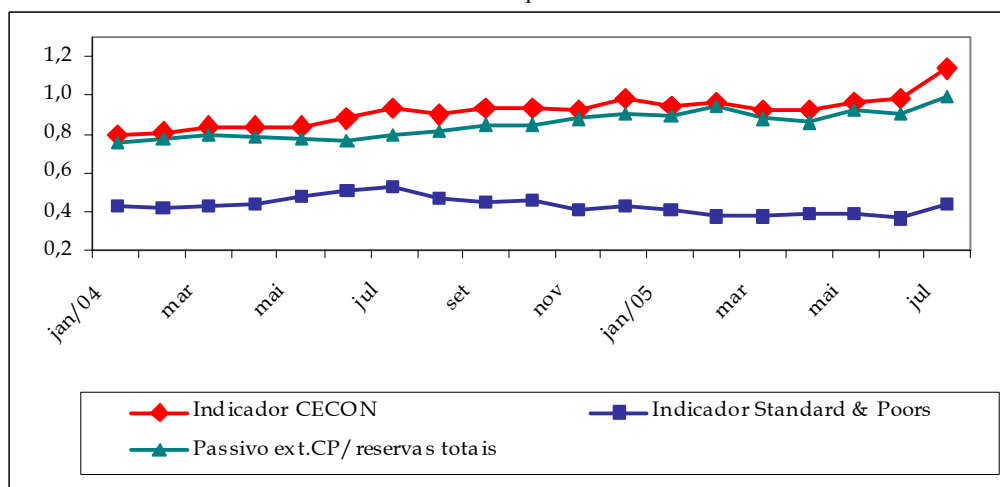
⁶⁵ Ou seja, as emissões em moeda local não constituem uma “novidade” do ciclo de liquidez recente. Sobre essas emissões em 1996/97, ver BIS (2005b, chap. 3).

⁶⁶ A emissão soberana, realizada dia 19 de setembro, foi bem sucedida. Foram captados US\$ 1,5 bilhão (contra o valor esperado de US\$ 750 milhões e uma demanda de US\$ 4 bilhões) com prazo de vencimento de 2016, cupom de 12,5% a.a. e rendimento de 12,75% a.a. (o título de prazo mais longo emitido no mercado doméstico é a NTN-F, com vencimento em 2012 e rendimento de 15,2% no último leilão) Lucchesi, C. P.; Galvão, A. (2005). Brasil lança primeiro eurobônus em reais. *Valor Econômico*, 20 set., p. C1.

Já a trajetória do Indicador Passivo externo líquido/exportações não foi tão favorável devido ao crescimento dos estoques de investimento externo direto e de investimento de portfólio (reflexo da manutenção de fluxos positivos em 2005 e do aumento do valor em US\$ destes estoques devido à apreciação do R\$).

Já os indicadores de liquidez externa não apresentaram desempenho tão favorável, apesar da queda da dívida externa de curto prazo (ver Gráfico 16). Enquanto o indicador Standard & Poors teve uma ligeira queda até agosto, os demais indicadores elevaram-se a partir de março.

Gráfico 16
Indicadores de liquidez externa



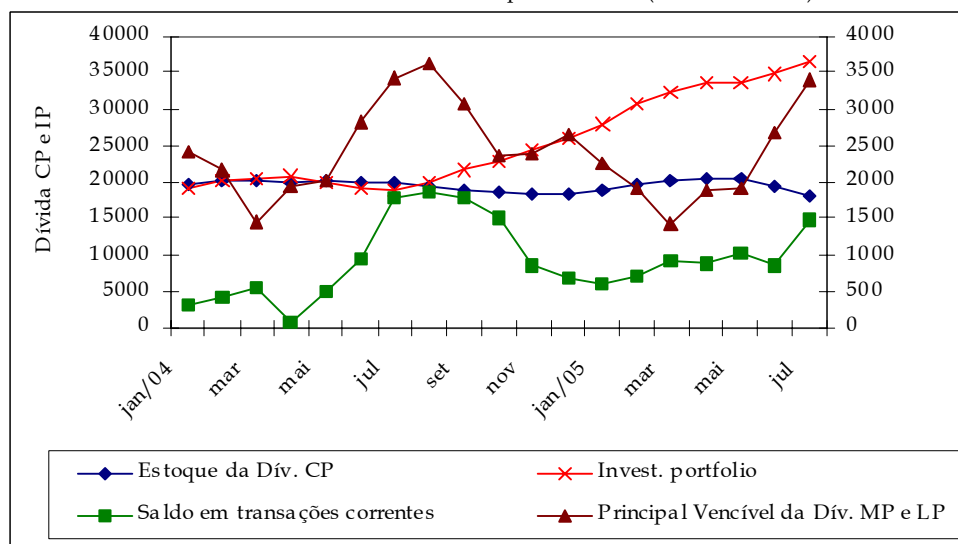
Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

investimento de portfólio no numerador (ver Gráfico 17), que cresceu continuamente em 2006, devido ao ingresso líquido desses investimentos (destacado acima), da valorização dos ativos brasileiros induzida pela demanda dos investidores externos (bem como do aumento do valor do estoque em US\$ provocado pela variação cambial, também observado no caso dos

investimentos externos diretos, como mencionado acima). Ademais, o Indicador Cecon teve um desempenho ainda menos favorável em relação ao Indicador "Passivo externo de c.p/reservas" devido à inclusão, no primeiro, do principal vencível da dívida, que teve um repique no segundo trimestre - o qual também explica o aumento do indicador *Standard & Poors* em julho (ver Gráficos 16 e 17).

Gráfico 17

Numeradores dos Indicadores de liquidez externa (em US\$ milhões)

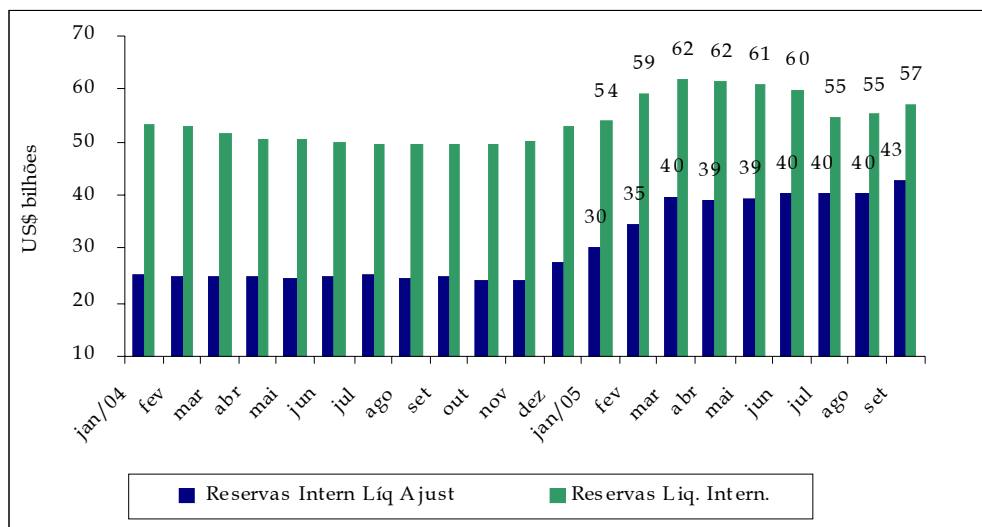


Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Este comportamento divergente decorre da inclusão nesses indicadores do estoque de

O aumento das necessidades efetivas (principal da dívida) e potenciais (estoque de investimento de portfólio) de divisas poderia ter sido neutralizado pelo acúmulo mais agressivo de reservas internacionais. Todavia, as reservas próprias do país, após se elevarem entre dezembro de 2004 e março de 2005, mantiveram-se praticamente estáveis entre abril e agosto (ver Gráfico 18). Como salientado na Introdução, a compra de divisas pela autoridade monetária no início do ano foi utilizada, em sua maior parte, na quitação dos compromissos com o FMI, o que explica a queda nas reservas no conceito de liquidez internacional (que inclui as reservas emprestadas).

Gráfico 18
Reservas internacionais



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

O Banco Central retornou ao mercado de câmbio dia 3 de outubro, após seis meses de ausência. Nesta data, o Real estava cotado à US\$ 2,229. A autoridade monetária comunicou que seu objetivo é ampliar o volume de reservas internacionais, e não deter a apreciação do real.⁶⁷ Estima-se que o Bacen adquiriu US\$ 3,5 bilhões em 31 de outubro. Se esta estimativa estiver

⁶⁷ Lucchesi, C. P. (2005f). BC tenta conter a queda do dólar. *Valor Econômico*, 4 out., p. C1.

correta, as reservas líquidas já superaram US\$ 46 bilhões.⁶⁸ A adequação ou não deste patamar de reservas é controversa. Alguns analistas argumentam que ele é suficiente, pois representa hoje mais de 200% da dívida de curto prazo. Contudo, essa conta abstrai o estoque de investimento estrangeiro de portfólio no país, que também deve ser considerado na avaliação da situação de liquidez externa, bem como o impacto potencial da reversão das aplicações dos investidores estrangeiros em derivativos (ver SEÇÃO III). Uma saída daquele estoque e esta reversão exerceriam pressões sobre o mercado de câmbio e possivelmente explicitariam a inadequação do nível atual de reservas internacionais num contexto de elevada mobilidade de capitais.

Considerações finais

Se, por um lado, as duas dimensões do cenário externo benigno – crescimento da economia e do comércio mundiais e ampla liquidez internacional – se auto-reforçaram na fase de “euforia” do ciclo, por outro lado, esta mesma relação simbiótica pode

se manifestar na fase descendente. Uma redução do crescimento nos países centrais – induzida, por exemplo, pela alta da taxa de juros básica nos Estados Unidos e/ou pelo impacto recessivo dos elevados preços do petróleo – comprometerá o

⁶⁸ Esta estimativa é feita a partir dos dados do movimento de câmbio no mês de outubro e da variação da posição vendida dos bancos, já divulgados pelo Banco Central. Ver: Ribeiro, A. (2005). BC compra US\$ 3,57 bilhões em outubro, *Valor Econômico*, 4, 5 e 6 nov., p. C2.

desempenho comercial dos países emergentes, o que pode deteriorar seus respectivos fundamentos e, conseqüentemente, as expectativas dos investidores. Mesmo que essa deterioração não ocorra, mudanças nas condições financeiras dos países centrais – provocadas pelo próprio contexto de menor dinamismo econômico e juros mais elevados – podem elevar a aversão ao risco e reduzir a liquidez para os emergentes.

Como destaca o FMI (IMF, 2005b), o mesmo conjunto de fatores subjacente ao crescimento contínuo e à euforia dos mercados financeiros criou, igualmente, amplos desequilíbrios globais e estimulou o aumento do endividamento, especialmente no setor imobiliário. Conseqüentemente, os riscos de ajustes súbitos nas preferências dos investidores no espectro de ativos e moedas elevaram-se. Em suma, os eventos econômicos e financeiros recentes reduziram os riscos no curto prazo, mas também plantaram sementes que podem revelar seu potencial destrutivo no futuro. No curto prazo, a questão mais relevante constitui a sustentabilidade da expansão econômica global e, relacionada a ela, o fôlego do ciclo de crédito recente. Partindo de uma perspectiva minskyana, a bonança atual, evidente nos indicadores de crédito favoráveis, pode ser uma indicação de que este ciclo está atingindo seu pico⁶⁹ (ver SEÇÃO I).

No caso dos países emergentes, mesmo que o aumento dos investimentos estratégicos dos fundos de pensão e seguradoras torne esses países mais resistentes a distúrbios de mercado, pequenos ajustes nos portfólios dos investidores institucionais globais podem provocar fortes

turbulências, dada a dimensão desses portfólios vis-à-vis as aplicações realizadas nesses mercados. No âmbito do comércio internacional, os preços das commodities já devem começar a ceder no curto prazo, especificamente a partir do final de 2005, de acordo com a Unctad (2005b).

É verdade que no contexto atual, o conjunto desses países encontra-se numa situação bem mais confortável do que no ciclo de liquidez dos anos 90. Os recorrentes superávits em transações correntes e a adoção de uma política cambial de flutuação suja na maioria dos países propiciaram o acúmulo de volumes expressivos de reservas internacionais, os tornando menos vulneráveis a mudanças adversas no cenário internacional no âmbito do comércio e/ou das finanças. Contudo, o grau de vulnerabilidade das economias periféricas a essas mudanças depende de vários fatores, dentre os quais: a política cambial praticada, a composição da pauta de exportação e o grau de abertura financeira.

No caso da economia brasileira, alguns indicadores contribuem, igualmente, para uma menor vulnerabilidade externa, como o superávit comercial e em transações correntes e o pré-financiamento de parte dos compromissos externos de 2006. Mas a política macroeconômica pecou pela imprudência ao deixar a taxa de câmbio se apreciar numa intensidade inédita (com o objetivo implícito de reduzir os índices de inflação – ver SEÇÃO III). Para conter a apreciação deste preço-chave, é possível mencionar duas alternativas à política de acumulação mais agressiva de reservas cambiais – já que esta política, praticada por outros países emergentes, envolveria custos ainda mais elevados no Brasil devido ao patamar da taxa de juros interna. Em primeiro lugar, a redução do grau de abertura financeira (caminho oposto ao adotado pelo atual

⁶⁹ Nos termos do FMI: *"In a nutshell, a slow but persistent weakening of corporate credit quality could lead to a widening of credit spreads, causing market corrections and losses for those investors who warehouse credit risk"* (IMF, 2005b, p. 3)

governo) mediante a imposição de controles de capitais sobre os investimentos de portfólio e, principalmente, sobre as operações dos investidores estrangeiros com derivativos financeiros – que, aliás, eram proibidas até o ano 2000. Em segundo lugar, a constituição de um fundo de estabilização a partir da tributação das exportações – “infladas” pelos ganhos de termos de troca –, que poderia ser utilizado nas fases de baixa cíclica dos preços das commodities, seguindo o exemplo de outros países, como México e a Rússia.⁷⁰

⁷⁰ Sobre os fundos de estabilização constituídos por vários países em desenvolvimento, ver: BIS (2005c) *Annual Report* (chap. 3). Basile: Bank of International Settlements, Jun.