

SEÇÃO II – BALANÇO DE PAGAMENTOS

A assimetria das contas externas

Daniela Magalhães Prates¹

Introdução

Na análise da evolução do balanço de pagamentos da economia brasileira (BOP) após a adoção do regime de câmbio flutuante, em 1999, chama a atenção as trajetórias distintas das suas duas principais sub-contas, de transações correntes e financeira (ver Tabela 1). O resultado das transações correntes passa por uma inversão de sinal. Após registrar déficits cadentes, mas ainda superiores a US\$ 20 bilhões no período 1999-2002, essa conta tornou-se superavitária em 2003, em cerca de US\$ 4 bilhões. Em 2004, no período janeiro-setembro, esse superávit atingiu mais que o dobro daquele do ano precedente, associado ao excelente desempenho da balança comercial.

No caso da conta financeira,² a despeito do seu desempenho mais volátil, prevalece uma tendência de deterioração a partir de 2001, associada à retração dos fluxos líquidos de “capitais voluntários”, a qual é compensada pela expansão das chamadas “operações de regularização” - denominação atual para os empréstimos oficiais do FMI – as quais foram fundamentais para garantir o financiamento do balanço de pagamentos no biênio 2001-02. Em 2003, apesar de positivas, essas operações seriam dispensáveis para esse financiamento, dada a obtenção de um superávit em conta corrente

suficiente para financiar o pequeno déficit nos “capitais voluntários”. Nesse contexto, elas propiciaram um resultado global positivo do BOP, que se refletiu, parcialmente, em acumulação de reservas.

Já a situação em 2004 é inédita, pelo menos na última década: no período janeiro-setembro, o expressivo superávit em transações correntes foi mais do que suficiente para financiar o déficit nos fluxos de financiamento voluntário. O ineditismo decorre, além da origem do superávit – fluxos comerciais versus fluxos financeiros – da persistência deste déficit apesar do contexto de excesso de liquidez internacional para os “mercados emergentes” que predominou nesse período. O resultado negativo da conta de “capitais voluntários” é explicado pela retração da demanda dos agentes privados (empresas e instituições financeiras) por financiamento em moeda estrangeira, os quais optaram, na realidade, por quitar parte da sua dívida externa. Contudo, essa demanda por moeda estrangeira não foi suficiente para evitar a apreciação nominal e real do Real ao longo de 2004.

Essa assimetria entre o desempenho das transações correntes e dos fluxos de capitais em 2004 – que podemos chamar de virtuosa, não somente por se ancorar no superávit comercial, mas também por se refletir na queda da dívida externa privada – significariam o alinhamento do Brasil à estratégia de política econômica predominante nos países do leste e sudeste asiático e, assim, sua integração ao bloco “*trade-account*”³? Ao que tudo indica, não. Somente a

¹ Esta SEÇÃO contou com a colaboração dos bolsistas de iniciação científica CNPq-PIBIC Guilherme Alexandre de Thomaz e João Henrique Melo.

² Na nova metodologia de apresentação do BOP adotada pelo Banco Central do Brasil (Bacen) em 2000 – que segue os padrões definidos pelo FMI em 1993 – a antiga conta de capital passou a ser denominada conta financeira, a qual registra os fluxos de capitais entre o país e o exterior. A conta capital na nova metodologia refere-se às transferências unilaterais relativas à venda/compra de patrimônios. Assim, na sub-conta de transferência unilaterais, da conta de transações correntes, são registradas somente as transferências relativas a fluxos correntes (daí a nova denominação dessa sub-conta, como “transferências unilaterais correntes”).

³ Dooley et al. (2003) identificam dois grupos ou blocos de países periféricos: (1) o bloco “*trade-account*”, englobando os países asiáticos que perseguem superávits em conta corrente e a manutenção de elevadas reservas em moeda forte mediante políticas cambiais ativas e, na maioria dos casos controle de capitais; essa estratégia de inserção externa via conta-corrente seria a mais bem-sucedida segundo esses autores no sentido de garantir taxas elevadas de crescimento econômico e redução permanente da vulnerabilidade externa; (2) o bloco “*capital-account*”, no qual predominariam políticas de câmbio flutuante e um grau elevado de abertura financeira, predominante na periferia latino-americana. Ver: Dooley, M. P., Folkerts-Landau, D., Garber, P. *An essay on the revived Bretton Woods System*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2003 (NBER Working Paper n. 9971).

constatação de que o Banco Central brasileiro optou por deixar o Real apreciar ao invés de absorver a “sobra” de divisas no mercado de câmbio e, assim, acumular reservas – um dos pilares da estratégia bem-sucedida dos “traders-accounts” – sugere que essa assimetria virtuosa deriva de outros determinantes.

Tabela 1
Balança de pagamentos (US\$ milhões)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	Ano	Ano	Ano	Ano	Ano	Jan-Set
Transações correntes	-25.335	-24.225	-23.215	-7.637	4 008	9 603
Balança comercial (FOB)	-1.199	-698	2.650	13.121	24.801	25 114
Exportações	48.011	55.086	58.223	60.362	73.084	70 278
Importações	-49.210	-55.783	-55.572	-47.240	-48.283	-45 164
Serviços e rendas	-25.825	-25.048	-27.503	-23.148	-23.652	-17 893
Transferências unilaterais correntes	1.689	1.521	1.638	2.390	2.867	2 381
Conta capital e financeira	17.319	19.326	27.052	8.004	5.104	- 7 372
Conta capital	338	273	-36	433	498	548
Conta financeira	16.981	19.053	27.088	7.571	4.606	- 7 920
Capitais voluntários	14.016	29.377	20.331	-3.909	-163	-4.516
Investimento direto	26.888	30.498	24.715	14.108	9.894	3 555
Investimentos em carteira	3.802	6.955	77	-5.119	5.308	-4 228
Derivativos	-88	-197	-471	-356	-151	- 534
Outros invest. (voluntários) *	-16.586	-7.879	-3.990	-12.542	-15.214	-3.309
Operações de Regularização	2.966	-10.323	6.757	11.480	4.769	-3405
Erros e omissões	194	2.637	-531	-66	-624	-1 641
Resultado global do balanço	-7.822	-2.262	3.307	302	8.496	590

Nota: * Outros investimentos exclusive operações de regularização com o FMI.

Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

Nos próximos itens, são apresentados argumentos a favor da hipótese de que as trajetórias distintas das contas de transações correntes e financeira e a conseqüente melhora dos indicadores de solvência externa – que possibilitaram o relaxamento da restrição externa do país - decorreram muito mais da combinação de um “choque externo benigno” – o crescimento excepcional da economia e do comércio mundiais e a alta do preço das commodities – com decisões microeconômicas das empresas de redução da dívida externa e de priorização do mercado externo (associada ao encolhimento do mercado interno e às duas desvalorizações cambiais num curto intervalo de tempo) , do que da estratégia macroeconômica adotada pelo governo Lula.

Aliás, essa estratégia tem atuado no sentido contrário. No âmbito da política cambial, a opção pela flutuação cambial “limpa” (ao contrário da maioria dos países emergentes, que tem adotado regimes de flutuação “suja”) e, conseqüentemente, de não acumulação de reservas em moeda estrangeira, tem evitado a melhora da situação de

liquidez externa. Do ponto de vista da solvência externa, esta opção, por implicar igualmente apreciação cambial, pode comprometer o desempenho futuro das exportações da manufaturados, além de desestimular a diversificação da pauta em direção a bens de maior conteúdo tecnológico.

Os argumentos estão organizados da seguinte forma. Nos dois primeiros itens

analisa-se a performance das contas de transações correntes (item I) e financeira (item II) no período janeiro-setembro de 2004. Já a terceira e última parte procura avaliar como o desempenho dos fluxos comerciais e financeiros com o exterior tem afetado a situação de vulnerabilidade externa do País.

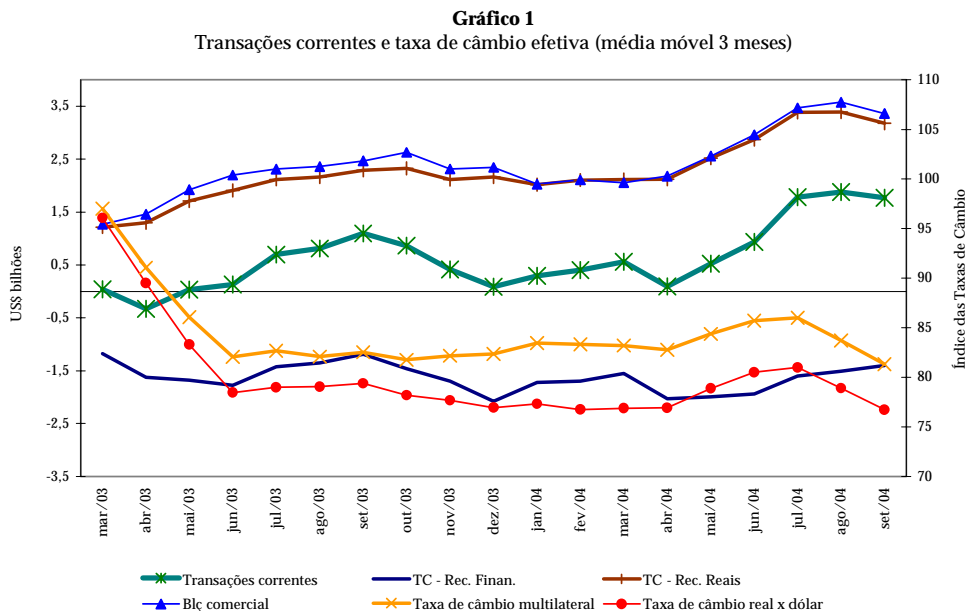
1 A conta de transações correntes

Fica evidente no Gráfico 1 a influência decisiva do excelente desempenho da balança comercial , principal componente da sub-conta de Recursos Reais,⁴ para o superávit em transações

⁴ Essa sub-conta equivale à balança de bens e serviços não-fatores mais as rendas de trabalho, enquanto a sub-conta de Recursos Financeiros às rendas de investimento (lucros, juros e dividendos).

correntes entre janeiro e setembro de 2004. Já a sub-conta de Recursos Financeiros mantém-se praticamente estável, dados os seus determinantes estruturais: o elevado passivo externo do País, que resulta numa rigidez estrutural desta conta.⁵

contexto de não-intervenção da autoridade monetária nesse mercado – ainda não tinha se refletido nesse saldo até setembro, dada a defasagem entre os fechamentos dos contratos de câmbio e os embarques efetivos. Contudo, de



Fonte: Banco Central do Brasil e IEDI – Elaboração própria.

Assim, a análise do desempenho das transações correntes em 2004, responsável pelo superávit do BOP nesse ano, requer um exame detalhado da balança comercial no período, cujos superávits não apresentaram uma correlação estreita com a taxa de câmbio real (ver Gráfico 1). Isto é, a pequena depreciação desta taxa de abril a junho (que foi mais intensa no caso da taxa bilateral R\$/US\$) não é suficiente para explicar o crescimento do saldo comercial no período. Já a sua apreciação a partir de então – associada ao excesso de divisas no mercado de câmbio decorrente dos superávits comerciais, num

acordo com a Funcex (2004a)⁶ ela já contaminou a rentabilidade das exportações e, assim, pode comprometer o desempenho das vendas externas de manufaturados nos próximos meses, as quais tiveram ótimo desempenho nesse período, como se destacará a seguir. Aliás, os dados recentemente divulgados da balança comercial de outubro já sinalizam uma inversão da tendência altista das exportações de bens de capital, categoria de manufaturados sensível às variações da taxa de câmbio.

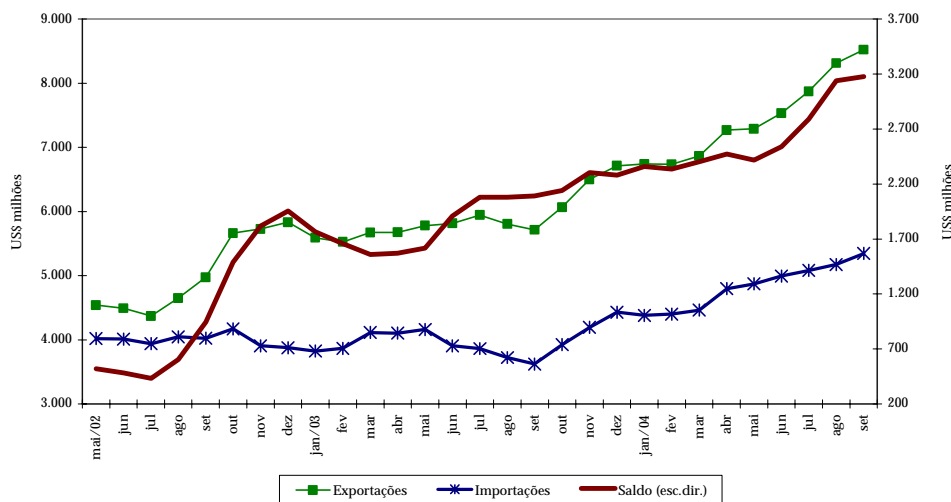
1.1 O desempenho da Balança Comercial

Em 2004, o superávit comercial manteve sua ótima performance. Contudo, enquanto em 2003, este superávit foi determinado pelo aumento das exportações num contexto de importações estagnadas, neste ano esse aumento vem sendo acompanhado por uma progressiva recuperação das importações (ver Gráfico 2), associada, em grande parte, à recuperação do nível de atividade interno (ver SEÇÃO V).

⁵ Em outubro, o senado americano aprovou uma lei que concede incentivos fiscais à repatriação de lucros e dividendos pelas filiais das empresas americanas em 2004 e 2005. Se essa lei for sancionada pelo presidente dos Estados Unidos, é possível que resulte num aumento das remessas de lucros e dividendos por parte das filiais presentes no Brasil. Ver: Lucchesi, Cristiane P. Lei estimula repatriação de lucros para os EUA (*Valor Econômico*, 15, 16, e 17 out. 2004).

⁶ FUNCEX – Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior. *Boletim Funcex de Comércio Exterior*, Rio de Janeiro, ano VIII, n. 9, set. 2004a.

Gráfico 2
Saldo comercial dessazonalizado (média móvel 3 meses)



Fonte: MDIC – Elaboração própria.

Pretende-se analisar o desempenho da balança comercial no período janeiro-setembro de 2004 a partir de três conjuntos de dados: (1) a evolução em termos de valor, preço e quantum das exportações totais e por classe de produto e das importações totais e por categoria de uso; (2) o desempenho setorial das exportações, importações e do saldo; (3) a pauta de comércio exterior brasileiro de acordo com o seu perfil tecnológico, a partir da metodologia da UNCTAD (2002).⁷

Enquanto a análise em termos de preço e *quantum* é importante para identificarmos a contribuição do “choque externo benigno” e dos seus componentes – alta dos preços das commodities e o crescimento da economia mundial – para a performance do comércio exterior brasileiro, a abordagem setorial contribui

⁷ Ver: UNCTAD. *Trade and Development Report*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 2002, cap. 3. Essa metodologia agrega produtos da *Standard Internacional Trade Classification* (SITC) Revisão 2 a três dígitos de desagregação de acordo com o grau de intensidade. As categorias são: *commodities* primárias, produtos intensivos em trabalho e recursos naturais; bens de baixa intensidade tecnológica; bens de média intensidade tecnológica (MI); bens de alta intensidade tecnológica (AI); e produtos não classificados.

para elucidar as performances exportadoras distintas dos setores da indústria de transformação brasileira. Já o exame do perfil tecnológico deste comércio revela-se fundamental para a avaliação da qualidade e da sustentabilidade deste saldo num contexto de retomada do crescimento doméstico ou reversão das condições externas favoráveis. Como mostra Markwald (2004), a análise das importações

mundiais em 2001 a partir do cruzamento dos critérios de intensidade tecnológica e dinamismo mostra que há uma correlação significativa entre produtos *high-tech* e dinâmicos no comércio mundial.⁸

Considerando o total das exportações no acumulado de janeiro a setembro de 2004, em comparação com o mesmo período do ano anterior, o crescimento do valor das exportações decorreu muito mais do aumento do *quantum* exportado do que os preços⁹ (ver Gráfico 3).

Já a decomposição desse total por classe de produtos revela as distintas influências desses dois fatores na evolução das exportações. Enquanto no caso dos produtos básicos, as variações de preços foram um pouco mais

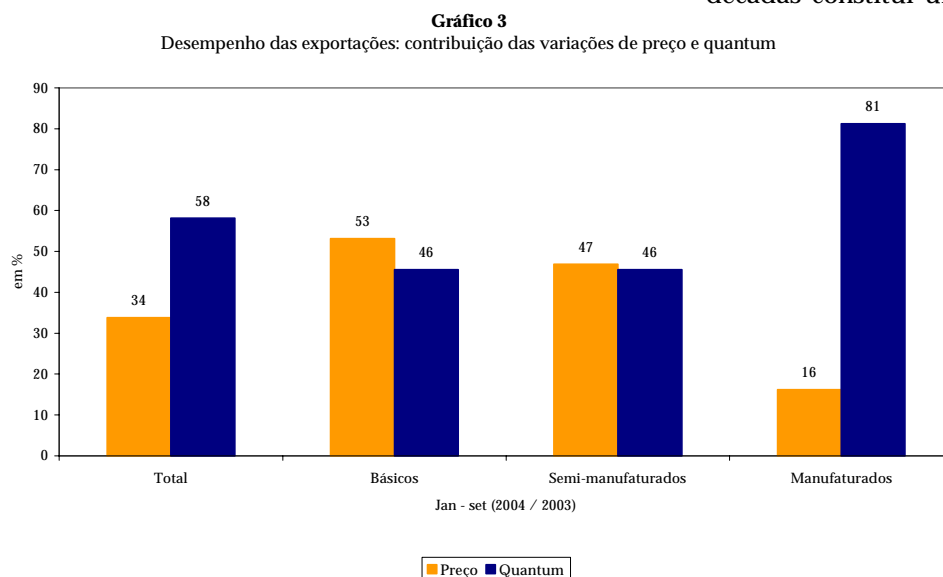
⁸ Ver: Markwald, Ricardo. Intensidade tecnológica e dinamismo das exportações. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, ano XVIII, n. 79, p. 3-11, abr./jun. 2004. Esse autor também faz uma discussão sobre os méritos e as desvantagens dos indicadores de intensidade tecnológica e dinamismo para a análise do desempenho das exportações. Sobre a correlação entre conteúdo tecnológico e dinamismo, ver também: Sarti, Fernando & Sabatini, Rodrigo. *Conteúdo tecnológico do comércio exterior brasileiros*. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp, 2003 (Trabalho não publicado).

⁹ A soma das variações do quantum e do preço não soma 100 devido aos diferentes pesos dos respectivos índices.

relevantes, para os semi-manufaturados as contribuições foram quase idênticas; já no caso dos manufaturados o aumento do quantum explicou cerca de 80% do crescimento das exportações.

comércio mundial - que deve atingir 8,5% em 2004 segundo a OMC -, a qual tem beneficiado o conjunto das economias emergentes (ver SEÇÃO I).

Esta situação inédita em mais de duas décadas constitui uma das dimensões do choque externo benigno que tem contribuído decisivamente para o desempenho das exportações brasileiras, cujos três principais países de destino (Estados Unidos, Argentina e China) – que no primeiro semestre de 2004 absorveram 47% das nossas vendas externas (ver Tabela 2) – têm se destacado em termos de taxas de crescimento econômico.



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

O denominador comum que explica o crescimento significativo das quantidades exportadas em todas as classes de produtos é o crescimento sincronizado da economia mundial, que deve atingir 5% esse ano segundo estimativas do FMI,¹⁰ taxa recorde desde 1976! No âmbito dos países em desenvolvimento, o crescimento estimado é ainda maior – cerca de 6,6%, taxa mais elevada em 30 anos – associado ao dinamismo da Ásia, liderado pela China, o qual será acompanhado por maiores taxas de crescimento na América Latina e na Europa do Leste. Essas taxas excepcionais de crescimento têm como contrapartida a expansão, igualmente recorde após várias décadas, do

Tabela 2
Destino das exportações

Países / Regiões	2002	Países / Regiões	2003	Países / Regiões	2004 (jan-set)
Estados Unidos	34,9	Estados Unidos	30,9	Europa	29,4
Europa	31,1	Europa	30,2	Estados Unidos	28,5
América Latina*	12,5	América Latina*	11,6	América Latina*	13,2
Ásia**	8,8	Argentina	8,3	Argentina	10,4
China	5,7	China	8,3	China	8,5
Argentina	5,3	Ásia**	9,0	Ásia**	8,4
Canadá	1,8	Canadá	1,8	Canadá	1,6

Notas: (*) Exclusive Argentina; (**) Exclusive China

Fonte: MDIC – Elaboração própria.

Vale destacar duas mudanças no destino as exportações entre 2002 e 2004. Em primeiro lugar, a queda da participação dos Estados Unidos, de 6,4 pontos percentuais, reflexo das menores taxas de expansão das exportações brasileiras para esse país. Como essas exportações concentram-se em bens manufaturados e de maior intensidade tecnológica, esta queda está associada, provavelmente, à maior apreciação da taxa de

¹⁰ Ver IMF. *World Economic Outlook*. Washington: International Monetary Fund, Sept. 2004.

câmbio real bilateral R\$/US\$, relativamente à taxa multilateral ou efetiva (ver Gráfico 1), que reduziu a competitividade dos produtos brasileiros no mercado americano, redução agravada pela concorrência dos produtos chineses.¹¹ Em segundo lugar, a redução em termos relativos, apesar de menos intensa (2,6 pontos percentuais), das exportações para a Europa, as quais se concentram em commodities e, assim, são menos sensíveis às variações da taxa de câmbio. Nesse caso, a explicação parece residir no aumento da demanda da China - cuja participação passou de 5,7% para 8,5% - grande consumidora dessa categoria de bens, como se destacará a seguir.¹²

Já a segunda dimensão desse choque - a alta dos preços das commodities¹³ - beneficiou, sobretudo, os produtos básicos e, em menor medida, os semi-manufaturados. Contudo, enquanto em 2003 essa alta foi generalizada, atingindo as mais diversas modalidades de commodities - alimentos, grãos, óleos, metais, etc - em 2004 essas diversas categorias tem apresentado desempenho divergente. No caso das exportações brasileiras, a influência negativa da

¹¹ Alguns analistas têm chamado a atenção para o desempenho medíocre das exportações brasileiras para os Estados Unidos, que suscita preocupação dado o seu perfil mais favorável, vis-à-vis, por exemplo, às vendas externas para a União Européia, concentradas em commodities. A esse respeito, ver: Ricupero, Rubens. O paradoxo da queda das exportações para os Estados Unidos. *Folha de São Paulo*, 22 ago. 2004, p. B2. Já Ferraz; Ribeiro (2004) destacam as perdas líquidas de competitividade dos produtos brasileiros para os chineses no mercado americano e europeu. Ver: Ferraz, Galeno; Ribeiro, Fernando. Desempenho exportador global e competição nos mercados da União Européia e dos Estados Unidos. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, ano XVIII, n. 80, p. 4-23, jul./set. 2004.

¹² Vale destacar que alguns estudos têm ressaltado a maior diversificação de mercados das exportações brasileiras - por exemplo, dentro a Ásia e da América Latina - após a adoção do regime de câmbio flutuante. Essa diversificação, que não transparece na Tabela 1, é apreendida pelo índice de Herfindahl-Hirschmann (IFF), calculado a partir do somatório dos quadrados da participação de cada destino/produto nas exportações totais. A esse respeito, ver: Bacen. *Ajuste externo e resistência a choques: a economia brasileira em 2004*. Banco Central do Brasil, Gerin, maio, 2004.

¹³ Sobre os determinantes da alta recente dos preços das commodities, ver: SEÇÃO IV do boletim *Política Econômica em Foco* n. 3.

queda do preço da soja e derivados - que transparece no índice CRB de "grãos e óleos" (ver Gráfico 4B) - sobre os preços dos produtos básicos e semi-manufaturados (devido às melhores condições previstas para as próximas safras nos três principais produtores mundiais, Estados Unidos, Brasil e Argentina)¹⁴ foi compensada, parcialmente, pela alta dos preços de diversos metais, que mantiveram sua trajetória altista até agosto (ver gráfico 4a), contrariando as apostas de vários analistas numa inversão dessa trajetória no primeiro semestre de 2004.¹⁵ Parcialmente porque, a participação das commodities agrícolas na pauta de exportação brasileira é superior a das metálicas (19% versus 10%, respectivamente). Assim, no período analisado, essa trajetória divergente dos preços das duas modalidades de commodities teve um efeito líquido negativo sobre o desempenho das exportações brasileiras.

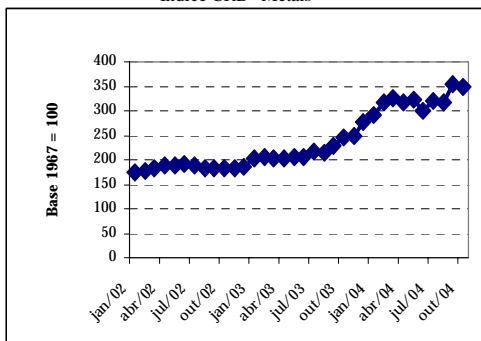
A maior correlação entre os preços das commodities metálicas e o PIB global, destacada por vários estudos, ficou evidente neste 1º semestre de 2004. Após uma breve queda em maio, eles retomaram sua tendência altista, pressionados pelo já mencionado crescimento econômico mundial e, principalmente, pela manutenção de uma alta taxa de crescimento da

¹⁴ O último relatório do Departamento de Agricultura dos Estados Unidos (USDA), divulgado em outubro, revisou para cima sua estimativa para a safra americana de soja e exerceu pressão baixista adicional sobre as cotações futuras dessa oleaginosa negociadas na Bolsa de Chicago (*Chicago Board of Trade*), que atingiu dia 13 de outubro seu valor mais baixo em 2 anos. Disponível em <www.bloomberg.com>.

¹⁵ Na segunda quinzena de outubro, as cotações futuras de diversas commodities metálicas despencaram, devido a vendas dos fundos de investimento de perfil mais especulativo, diante do receio de uma desaceleração mais intensa das economias chinesa (reforçado após a alta da taxa de juros de curto prazo pelo governo chinês em 28 de outubro) e mundial (dada a trajetória do preço do petróleo). Contudo, essa trajetória baixista não significa, necessariamente, o início de uma fase de deflação de preços. Análises imediatamente anteriores sinalizavam, na realidade, a manutenção dos preços em patamares elevados pelo menos em 2005 devido a gargalos de oferta e à demanda chinesa, que deve permanecer pujante mesmo com a desaceleração esperada. Ver, por exemplo: The magnetism of metals, *The Economist Global Agenda*, Oct. 11th, 2004. Disponível em <Economist.com>.

economia chinesa. Na realidade, uma das principais hipóteses subjacentes àquelas apostas era uma desaceleração mais forte desse crescimento – diante das medidas restritivas adotadas pelas autoridades chinesas para conter o crescimento econômico no início desse ano – e, assim, das importações realizadas pela China. Contudo, no primeiro semestre de 2004, o PIB chinês cresceu em torno de 9,7% (frente aos 7% a.a projetado pelo governo) e as importações 42,6%! O impacto da demanda da China sobre o mercado de commodities metálicas pode ser dimensionado pela sua contribuição ao consumo mundial de alguns metais em 2003: 26,5% no caso do aço; 19,8% do cobre e 19% do alumínio (IMF, 2004).

Gráfico 4A
Índice CRB “Metais”



Fonte: Commodity Research Bureau. Elaboração própria.

Em relação aos manufaturados, o papel da demanda externa foi fundamental no desempenho surpreendente das exportações desses produtos (cuja taxa de crescimento não somente se manteve elevada, mas se acelerou no primeiro semestre de 2004), dado o contexto de recuperação do nível de atividades doméstico (ver SEÇÃO V) e, principalmente, apreciação da taxa de câmbio real no primeiro semestre de 2003 – a qual se estabilizou num patamar valorizado em relação a 2002 a partir de então (ver Gráfico 1). No caso desses produtos, para os quais a concorrência via preço é importante e, assim, variações nessa taxa afetam diretamente sua competitividade (em intensidade proporcional à elasticidade-preço da

demanda), essa valorização poderia ter comprometido suas exportações no primeiro semestre de 2004, como, aliás, previam algumas análises.¹⁶ Mas, como mencionado, parece que esse comprometimento já foi sentido nas exportações de bens de capital, as quais se retraíram em outubro num contexto de desaceleração da produção industrial (ver SEÇÃO V).

Além do dinamismo da demanda externa, um dos pilares do “choque externo benigno”, outros fatores podem ter contribuído para esse desempenho. Por um lado, a lenta recuperação dos salários reais manteve o consumo interno em patamares modestos e compensou em parte (ao

lado dos ganhos de produtividade – ver SEÇÃO V) o efeito negativo da apreciação cambial sobre a rentabilidade dessas vendas. Ou seja, como a evolução da relação câmbio/salário foi mais favorável do que da taxa de câmbio real,

a queda dessa rentabilidade foi menos intensa.

Por outro lado, como têm ressaltado alguns economistas¹⁷ e a própria imprensa,¹⁸ as

¹⁶ O IEDI (2003) ressaltava que, como as decisões de produzir e de celebrar contratos de exportação são tomadas com antecedência (de no mínimo 6 a 9 meses), as exportações ao longo de 2003 constituíam uma resposta ao câmbio favorável de 2002. A estimativa da FUNCEX para a defasagem entre a evolução da taxa de câmbio real efetiva e o *quantum* exportado dos bens manufaturados era semelhante, aproximadamente nove meses. Assim, previa-se que o *quantum* de manufaturados só sentiria plenamente os efeitos negativos da apreciação do Real em 2003 no início de 2004. Ver: IEDI (2003) *As exportações brasileiras em 2003*. São Paulo, nov; FUNCEX (2003b) *Boletim de Comércio Exterior*, Ano VII, n. 5, Rio de Janeiro.

¹⁷ Ver, por exemplo: Mendonça de Barros, L.C. O macro e o micro na economia brasileira, *Folha de São Paulo*, 15 out. 2004. p. B2.

exportações de manufaturados no contexto atual podem estar associadas a decisões estratégicas das empresas residentes, nacionais e estrangeiras, de direcionar para o exterior uma parcela relevante de sua produção. Essas decisões teriam sido induzidas, num primeiro momento, pelas desvalorizações cambiais de 1999 e 2002 e, num segundo momento, pelo encolhimento do mercado doméstico, pela menor incidência de carga tributária sobre essas vendas vis-à-vis às internas e pelo acesso a crédito externo mais barato (esse último, mais relevante no caso das nacionais).

Alguns estudos recentes (ver, por exemplo, Nassif; Puga, 2004¹⁹) realmente mostram que o coeficiente de exportação da indústria brasileira aumentou após a mudança do regime cambial, em 1999. De acordo com Nassif & Puga, considerando a indústria em geral esse coeficiente passou de 14,7% em 1998 para 22,3% em 2003, sendo que ele aumentou na maioria dos setores. O estudo desses autores também ressalta as diferenças de competitividade internacional dos diversos setores da indústria brasileira, a partir do cálculo dos índices setoriais de vantagens comparativas reveladas entre 1996 e 2004.²⁰ Os resultados

mostram que, no âmbito da indústria de transformação, além da manutenção das vantagens comparativas nos setores onde a economia brasileira tem “competitividade estrutural” - aqueles intensivos em trabalho (como têxtil e calçados) e/ou em recursos naturais (como metalurgia) -, nesse período houve ganhos expressivos de competitividade nos setores de “veículos automotores”, “aviação/ferroviário/embarcações/motos” - em função, sobretudo, do setor de aviação - e de “móveis”. Já os setores “químico” e “material elétrico” tiveram perdas de competitividade, enquanto o de “material eletrônico/comunicação” manteve sua desvantagem comparativa.

Um exercício interessante consiste em cruzar esses resultados com o desempenho setorial das exportações no período janeiro-setembro de 2004.²¹ Considerando os 10 setores que mais contribuíram para o crescimento das exportações nesse período (ver gráfico 5), além da elevada contribuição, já esperada, da agropecuária,²² no âmbito dos manufaturados destacaram-se os setores: “peças e outros veículos”; “siderurgia”, “máquinas e tratores” e “veículos automotores”. É importante mencionar a correspondência quase total entre essas contribuições e as respectivas participações desses setores na pauta de exportações, ou seja, os setores que mais contribuíram para o crescimento das exportações em 2004 equivalem àqueles que predominaram tanto em 2003 quanto em 2004 em termos de volume exportado. Isto quer dizer que, ao menos no âmbito dos principais setores exportadores, não houve mudanças relevantes nesta pauta entre 2003 e 2004.

18 Ver, por exemplo: Balbi, Sandra. Múltis usam país como base exportadora. *Folha de São Paulo*, 17 out. 2004, p. B1.

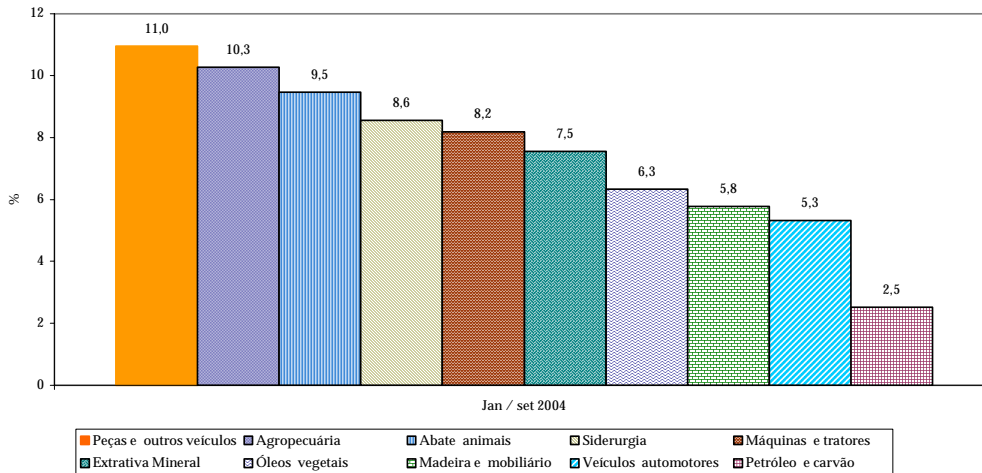
19 Nassif, André; Puga, Fernando P. *Estrutura e competitividade da indústria brasileira: o que mudou?* Rio de Janeiro: BNDES, 2004. A ser publicado no próximo número da Revista do BNDES.

20 O Índice de Vantagens Comparativas Reveladas (VCR), utilizado como indicador de competitividade internacional, foi elaborado por Lafay (1990) e é calculado a partir da seguinte fórmula: $VCR = 1000/PIB [(X_i - M_i) - ((X_i + M_i) / (X + M)) (X - M)]$, onde X e M são, respectivamente, exportações e importações totais do país e Xi e Mi as exportações de cada setor. O primeiro membro entre colchetes corresponde ao saldo comercial efetivo por setor, enquanto o segundo ao saldo comercial neutro, ou seja, o saldo que ocorreria se a participação de cada produto no saldo comercial brasileiro fosse igual à sua participação na corrente de comércio do país. Se o sinal de VCR for positivo (negativo) o país tem vantagem (desvantagem) comparativa em determinado setor. Para maiores detalhes, ver Lafay. La mesure des avantages comparatifs reveles. *Economie Prospective Internationale*, 1990.

21 A desagregação setorial das exportações e importações utilizada pela Funcex (fonte de dados utilizada) baseia-se na classificação de setores da Matriz Insumo-Produto do IGBE.

22 Além da sua competitividade estrutural, a vantagem comparativa revelada da agropecuária aumentou após 1996, devido, em grande parte, aos ganhos de produtividade e à expansão da fronteira agrícola.

Gráfico 5
Desempenho das exportações: contribuição setorial



Fonte: Funcex – Elaboração própria.

No que diz respeito ao setor siderúrgico, seu desempenho favorável ancorou-se não somente nas vantagens comparativas estruturais (associadas à dotação de recursos naturais e à escala de produção), mas também na alta dos preços internacionais e na pujante demanda chinesa. Os três setores restantes correspondem, em grande parte, àqueles que tiveram ganhos de competitividade de acordo com Nassif e Puga.

O setor “peças e outros veículos” guarda uma relação estreita com o agregado “aviação/ferroviário/embarcações/motos” do estudo desses autores, pois em ambos predomina o setor “aviação”. Este, por sua vez, é o setor líder das exportações brasileiras de alta intensidade tecnológica²³ e seus ganhos de vantagem comparativa – que transparece no índice de VRC deste agregado – são dinâmicos e se ancoram no principal exemplo de inserção externa exitosa da indústria brasileira após a década de 90, alcançada mediante o “*fortalecimento do binômio empresa nacional (Embraer/fornecedores locais)/planejamento público (desenvolvimento tecnológico e financiamento)*” (Coutinho; Hirakuta & Sabbatini; 2003).²⁴ Sua elevada contribuição em 2004

²³ Sobre a perda de dinamismo das exportações desse setor, ver Markwald (2004).

²⁴ Coutinho, L; Hirakuta, Célio; Sabbatini, Rodrigo. *O desafio da construção de uma inserção externa dinamizadora*. Texto produzido para o Seminário Brasil em Desenvolvimento, UFRJ, Rio de Janeiro, set. 2003.

(superior a 10%) decorreu, sobretudo, da recuperação das vendas de aviões após a performance decepcionante no biênio 2002-2003 (Iedi, 2004),²⁵ associada à conjuntura internacional adversa enfrentada pelo setor aeronáutico após os atentados de 11 de setembro de 2001. Contudo, como destaca o estudo do Iedi, as vendas de aviões ainda não recuperaram o patamar recorde de 2001.

No caso do setor “veículos automotores”, dominados por Empresas Transnacionais (ETs), há fortes indícios de que essas empresas adotaram, no período recente, a estratégia de transformar suas filiais brasileiras em plataformas de exportação, não somente em âmbito regional (Mercosul), mas também global. Além dos ganhos de competitividade, captados pelo índice de VCR – associados, não somente às economias de escala e de escopo propiciadas pelo tamanho do mercado interno, mas também ao acordo automotivo vigente na década de 90 – esta estratégia foi condicionada por fatores internos, em princípio conjunturais, como o encolhimento do mercado doméstico e a taxa de câmbio mais favorável após 1999. Como destacam Baer & Cintra (2004),²⁶ este encolhimento estimulou as empresas do setor a buscarem ativamente o mercado externo – diante da elevada capacidade ociosa do período 2000-2002, que chegou a 53% - e, simultaneamente, a

²⁵ Na metodologia de agregação das exportações utilizada no estudo do Iedi (2004), que contabiliza somente as vendas de aviões num setor (maquinaria-outras transportes) essa recuperação fica evidente: esse setor foi o que registrou o maior crescimento no primeiro semestre de 2004, em relação ao mesmo período de 2003, de 66%. Ver: IEDI. *O comércio exterior brasileiro no 1º semestre de 2004*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, ago. 2004.

²⁶ Baer, Mônica & Cintra, Marcos A. M. *Brasil: investimento estrangeiro direto e estratégias empresariais*. Santiago do Chile: Comissão Econômica para América Latina e Caribe (Cepal), set. 2004.

procurarem novos mercados, dada a retração do mercado argentino.²⁷

Ademais, a partir de 2003 as vendas dessa indústria também foram impulsionadas pelo acordo comercial com o México, pela apreciação da moeda mexicana – que deteriorou a competitividade das exportações mexicanas de automóveis – e pelo crescimento da demanda da Argentina com a recuperação econômica após 2002.

Em relação ao segmento de “máquinas e tratores” (não contemplado no estudo de Nassif e Puga), também parece ter havido ganhos de vantagem comparativa. Segundo Baer & Cintra (2004), assim como no caso da indústria automobilística, nesse segmento a frustração em relação ao desempenho do mercado doméstico somada ao tamanho da demanda interna (que resultou em ganhos de escala e aumento da competitividade) também induziram as ETs a concentrarem a produção para exportação no país mediante a transferência de linhas de produção de outros países.²⁸ Ademais, como no caso do setor de “veículos automotores”, este segmento também foi beneficiado por uma iniciativa recente de política industrial, o programa “Moderfrota”.

²⁷ “Esse desempenho exportador mais relevante das indústrias localizadas no Brasil, principalmente montadoras, parece significar uma mudança estrutural no setor, porque para várias empresas a exportação passou a fazer parte da estratégia. Na medida em que as filiais brasileiras das empresas transnacionais se especializaram em alguns modelos e produtos, inclusive adaptando-os às condições de países em desenvolvimento, acabaram ocupando uma especialização na estratégia global dessas corporações (...) Isto é, uma maior participação das exportações do setor automobilístico, que vai além do Mercosul, parece que veio para ficar” (Baer & Cintra, 2004, p. 113).

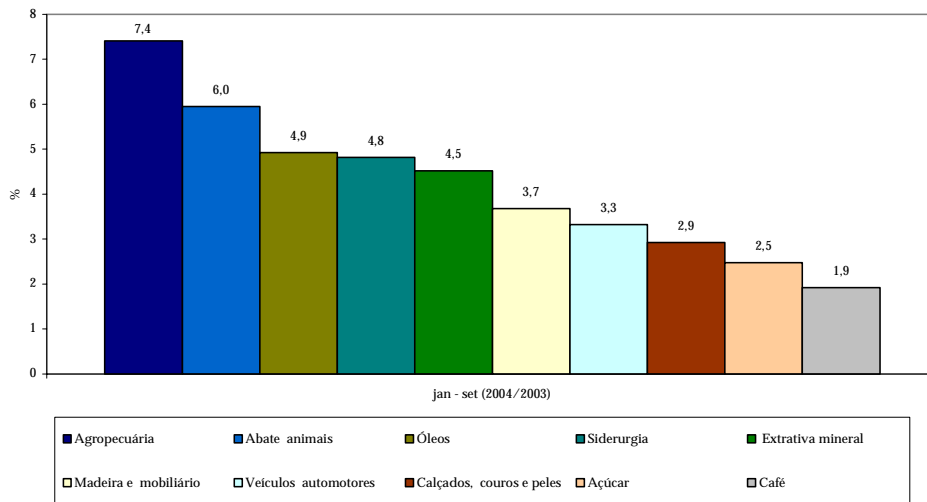
²⁸ Em outros setores, também ocorreu uma maior diversificação das vendas em direção ao mercado externo, como no setor de auto-peças (no qual, em alguns segmentos de mercado, o desenvolvimento de capacitações tecnológicas no Brasil passaram a ser utilizadas mundialmente) e em alguns nichos do setor de eletroeletrônicos, nos quais a escala de produção supunha se acoplar ao mercado externo (caso da Philips). Já no segmento de linha branca, a queda da renda e a crise energética fez a indústria direcionar uma parcela maior da produção para o mercado externo, fato inédito na experiência brasileira. Contudo, no caso desses setores, não há evidência de incorporação do Brasil em estratégias de produção global (Baer & Cintra, 2004).

Contudo, os setores manufatureiros que contribuíram positivamente para o desempenho das exportações diferenciam-se em relação à sua inserção externa. Dentre estes, somente o setor “veículos automotores” contribuiu positivamente para o crescimento do saldo comercial no período janeiro-setembro de 2004²⁹ (ver Gráfico 6). Além da contribuição deste setor, o saldo continua sendo explicado, na sua maior parte, pelos setores produtores de commodities agrícolas e metálicas e, em menor medida, por setores intensivos em trabalho (calçados e couros) e em recursos naturais (madeira e mobiliário e siderurgia), nos quais o país tem vantagens comparativas inatas ou estruturais. Essa composição setorial do saldo comercial brasileiro transparecerá no seu perfil tecnológico, como se verá a seguir.

No caso dos setores “peças e outros veículos” e “máquinas e tratores” não houve contribuição positiva para o saldo devido ao elevado conteúdo importado da produção, associado à inserção das empresas líderes em redes de produção regionais ou globais, nas quais predomina o comércio intra-firma e o *global sourcing*. Assim, a própria expansão das exportações pressionou as importações de bens de capital e intermediários pelas respectivas filiais, inseridas nestas redes (ver Gráfico 7).

²⁹ O índice de Contribuição ao Saldo (CS), um dos principais instrumentais utilizados para avaliar os padrões de comércio, é calculado de acordo com a seguinte equação: $CS = 2 / (X + M) [(X_i - M_i) - ((X_i + M_i) - (X - M)) / (X + M)]$, onde X e M são, respectivamente, exportações e importações totais do país e X_i e M_i as exportações de cada segmento. Como esclarece Terra (2002), o índice avalia a evolução do comércio de cada segmento, controlando para o que ocorre com o saldo comercial global. O primeiro termo do índice, entre colchetes, representa as exportações líquidas e o segundo as exportações líquidas “neutras”, que se referem às exportações que seriam observadas caso correspondessem à parcela do comércio total do setor no comércio total do país. O valor do índice é positivo ou negativo se as exportações líquidas do segmento forem maiores ou menores (respectivamente) que as exportações líquidas “neutras”. Assim, um setor superavitário em valor absoluto pode ter uma contribuição negativa ao saldo. Ver: Terra, Maria Cristina. *Diretrizes para a política comercial brasileira*. EPGE, Fundação Getúlio Vargas, 2002.

Gráfico 6
Contribuição ao saldo: principais setores com contribuição positiva



Fonte: Funcex – Elaboração própria.

Ademais, destacam-se as contribuições significativas ao crescimento das importações (e negativas ao do saldo) de outros setores liderados pelas ETs, mas nos quais as filiais brasileiras não foram escolhidas seja como *locus* da produção de insumos de maior valor agregado - caso, por exemplo, dos setores de “elementos químicos” e “químicos diversos”,³⁰ - seja como plataformas de exportação - caso, por exemplo, do setor de “equipamentos eletrônicos”, cujas importações tinham se reduzido em 2002 e 2003 devido a fatores conjunturais (efeito “apagão”)³¹ (ver

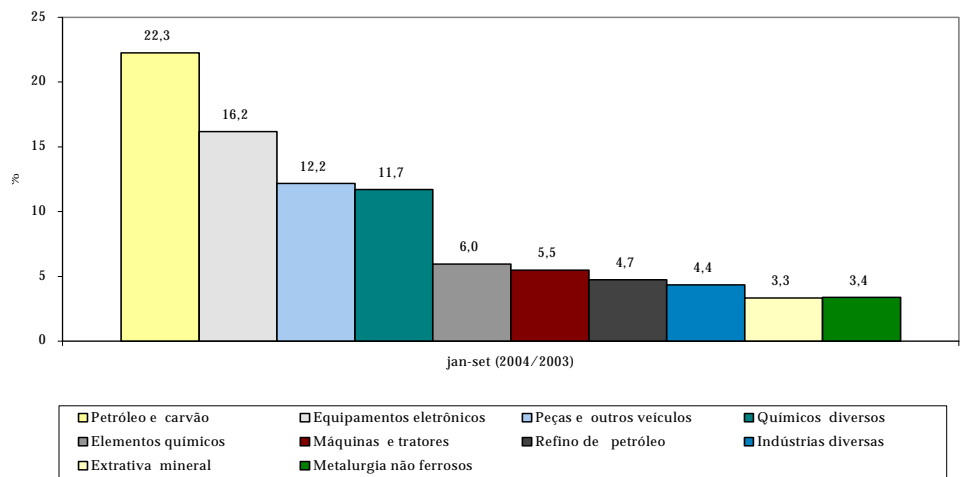
³⁰ No caso do “complexo químico”, sua pressão sobre as importações também decorreu do elevado nível de utilização da capacidade em “químicos diversos”. Ver: FUNCEX – Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior. *Boletim Setorial*, ano VII, n. 4, 2003a.

³¹ Nesses setores a indústria brasileira tem desvantagem comparativa, de acordo com os cálculos de Nassif & Puga (2004). Contudo, vale a ressalva de que a manutenção (setor de eletrônicos) ou o aumento (setor químico) dessa desvantagem entre 1996 e 2004 é reflexo, em parte, das próprias estratégias das ETs líderes, que ao não elegerem suas filiais brasileiras como plataformas de exportação intensificaram os déficits comerciais desses setores. O inverso ocorre no caso da indústria automobilística, que parte de uma posição de

Gráfico 7). Assim, em relação às estratégias das ETs, é preciso destacar as especificidades setoriais, que resultam em diferentes impactos líquidos sobre a balança comercial.³²

Mas, o aumento das importações em 2004 é reflexo, igualmente, da retomada do nível de atividades doméstico, que implica tanto demanda por

Gráfico 7
Desempenho das importações: contribuição setorial



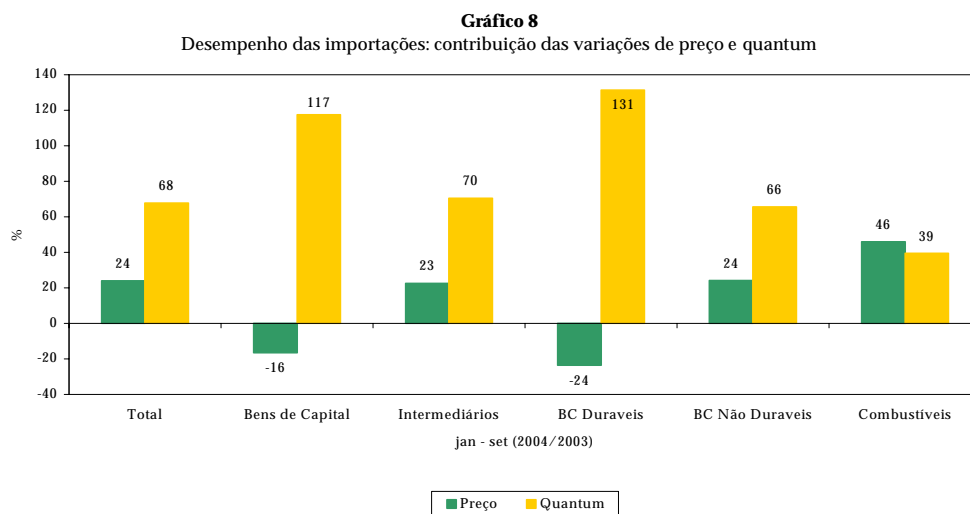
Fonte: Funcex. Elaboração própria.

insumos (principalmente daqueles mais intensivos em tecnologia), pelas empresas nacionais e estrangeiras dada a elevação do conteúdo importado da produção interna após a

desvantagem comparativa em 1996, mesmo que pequena, para uma de vantagem comparativa em 2004.

³² Como sintetizam Baer & Cintra (2004), no período 1998-2003 o desempenho das ETs contribuiu para: (1) o aumento do superávit das indústrias automobilística, de alimentos e bebidas e de celulose e papel; (2) a redução dos déficits das indústrias de máquinas e equipamentos e máquinas, aparelhos e equipamento; (3) para o aumento do déficit nos setores de equipamentos de escritórios e informática e material elétrico e equipamentos de comunicações (4) nos setores de produtos químicos e farmacêutica o desempenho não se alterou após a mudança cambial; nesses setores o país continua incorrendo em déficits comerciais expressivos, dos quais 50% é gerado pelas ETs. Para uma análise detalhada das diferentes estratégias setoriais das ETs no Brasil, ver: Baer & Cintra (2004).

reestruturação produtiva dos anos 90,³³ quanto por bens de consumo, sobretudo duráveis, dado o perfil da atual retomada (ver SEÇÃO V). Inclusive, nessa categoria de uso o aumento do quantum explicou mais de 100% do crescimento do valor das importações, dada a redução dos preços (ver Gráfico 8). Somente nas importações de “combustíveis” a alta dos preços foi relevante –



Fonte: Funcex – Elaboração própria.

devido à elevação dos preços do petróleo no mercado internacional – e acabou contaminando o índice de preços das importações totais.

Passando agora para a análise do perfil tecnológico do comércio exterior brasileiro, no primeiro semestre de 2004³⁴ o saldo comercial continuou concentrado em *commodities* primárias, setores intensivos em trabalho e recursos naturais

³³ De acordo com Rocha (2002), o aumento do conteúdo importado foi mais intenso nos setores de material eletrônico; automóveis caminhões e ônibus; químicos diversos; farmacêutica e perfumaria; indústria têxtil e outros veículos e peças. Sobre a substituição de importações após as desvalorizações cambiais de 1999 e 2002 ver IEDI (2002) e Fligenspan (2004). Rocha, Gustavo de Britto. *Abertura comercial e reestruturação industrial no Brasil: um estudo dos coeficientes de comércio*. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2002. (Dissertação de Mestrado em Ciências Econômicas); IEDI. *As importações brasileiras no período 1995-2002*. São Paulo, nov. 2002; Fligenspan, Flávio. *Houve um processo de substituição de importações na indústria brasileira no período pós-desvalorização cambial?* Trabalho apresentado no 2º Colóquio de Economistas Políticos Latino-americanos, São Paulo: FGV, nov. 2004.

³⁴ A análise do saldo por conteúdo tecnológico será feita para o período janeiro-junho, devido à impossibilidade de atualização até agosto de 2004.

e de baixa intensidade tecnológica (Gráfico 9), como a análise setorial já havia sinalizado. Ou seja, ancora-se no mesmo padrão de inserção comercial externa que se consolidou na segunda metade dos anos 90.

O segmento de alta intensidade tecnológica, com maior potencial de dinamismo no comércio

internacional, continua deficitário.³⁵ Já o saldo do setor de média intensidade tecnológica, depois de ter invertido seu sinal (de negativo para positivo) de 2002 para 2003, ampliou-se ainda mais no primeiro semestre de 2004 (ver Gráfico 8), impulsionado pelo desempenho do “complexo automobilístico”. Contudo, o superávit obtido por esse segmento não foi

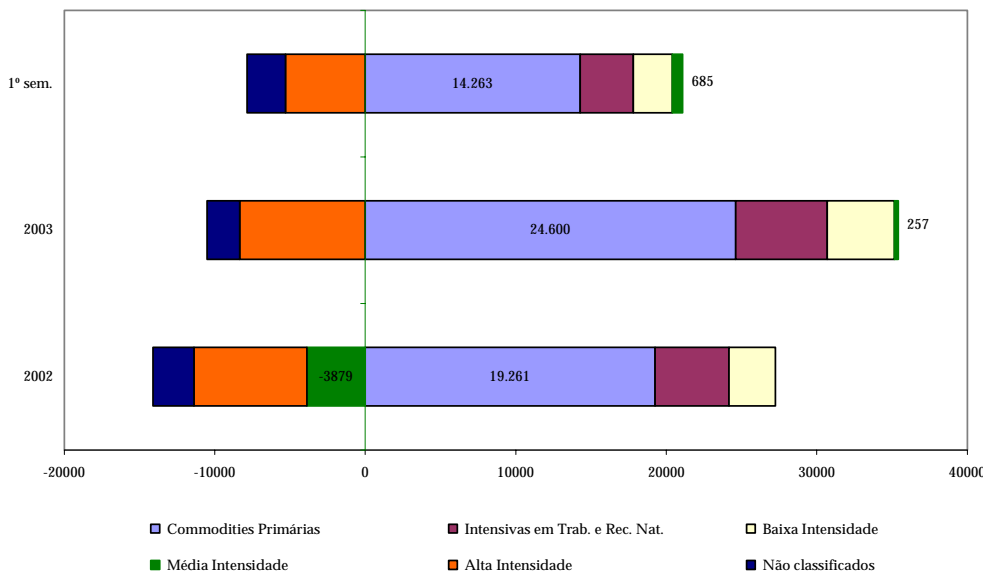
suficiente para alterar o padrão de comércio da economia brasileira,³⁶ como revela o cálculo da contribuição ao saldo de cada grupo de produtos agregados pelo seu respectivo conteúdo tecnológico (ver Gráfico 10).

No primeiro semestre de 2004, o grupo de “Commodities primárias” inclusive aumentou, marginalmente, sua contribuição ao saldo, relativamente a 2003, enquanto os grupos “baixa intensidade tecnológica” (no qual predomina o setor siderúrgico) e “intensivos em trabalho e

³⁵ Vale mencionar que, de acordo com Markwald (2004), apesar da alta correlação entre intensidade tecnológica e dinamismo, alguns produtos não-industriais, ou industriais com baixo conteúdo tecnológico, mas que possuem atributos como marca ou design, também tiveram comportamento dinâmico no comércio internacional no período 1998-2002.

³⁶ De acordo com vários estudos, o perfil tecnológico do comércio exterior brasileiro foi o principal determinante do seu baixo dinamismo nos anos 90. Ver: Sarti & Sabatini (2003), op. cit.; IEDI – Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. *Radiografia das exportações brasileiras*. São Paulo, abr. 2003b.

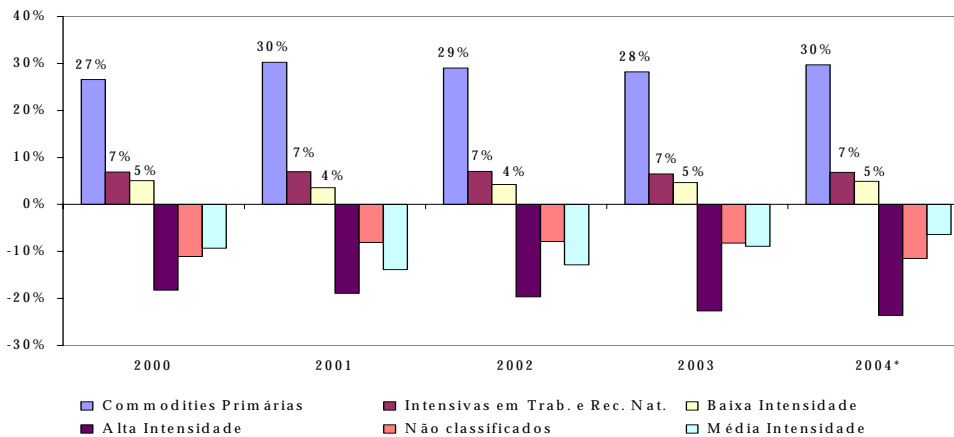
Gráfico 9
Saldo por conteúdo tecnológico



Nota: Para obter essa agregação, o Neit retrabalhou os dados brutos da SECEX criando tradutores para converter os dados do Sistema Harmonizado (NCM) para os mais agregados níveis da SITC, Revisão 2 a três dígitos.

Fonte: Neit/IE-Unicamp a partir dos dados da SECEX-MDIC – Elaboração própria.

Gráfico 10
Contribuição ao saldo



Fonte: Neit/IE-Unicamp a partir dos dados da Secex-MDIC – Elaboração própria.

recursos naturais” mantiveram suas contribuições. Nos dois primeiros grupos, o choque externo benigno, em suas duas dimensões – alta dos preços das *commodities* e crescimento econômico mundial e, especialmente, da economia chinesa – foi fundamental para o aumento das exportações. Já a contribuição ao saldo do grupo de “média intensidade tecnológica”, no qual se destaca o complexo automotivo, manteve-se negativa, a despeito do crescimento do seu superávit (sobre essa aparente contradição, ver nota 29).

Esse padrão de comércio caracteriza-se pelas assimetrias das pautas de exportação e importação em relação, principalmente, ao grau de intensidade tecnológica: do lado das exportações predominam as *commodities* primárias, enquanto as importações são concentradas em produtos de média e alta intensidade tecnológica (ver Gráficos 11A e 11B).

Assim, nossa pauta exportadora concentrada em *commodities* agrícolas e industriais tem se revelado “funcional” dadas as características da expansão econômica da China (investimentos em novas plantas, etc), o patamar inusitadamente alto dos preços das *commodities* e a recuperação sincronizada da economia e do comércio mundial. E, em grande parte devido ao seu perfil tecnológico, ela continua marcada pelo baixo dinamismo: de acordo com o Iedi

(2004), os setores que mais contribuíram para o crescimento das exportações no primeiro semestre de 2004 tiveram declínio em sua participação no comércio mundial entre 1996-2001.³⁷

³⁷ O estudo de Galeno; Ribeiro (2004), realizado para o período 1996-2002 corrobora essa conclusão: no biênio 2001-2002, 39% das exportações brasileiras referia-se a produtos em decadência no comércio mundial (variações negativas) e 18,9% a produtos em regressão (variações abaixo do crescimento médio desse comércio). Como a pauta de exportação brasileira não se alterou entre 2001-2002 e 2003-2004, essa proporção deve ter se mantido.

Gráfico 11A
Pauta de exportação por conteúdo tecnológico

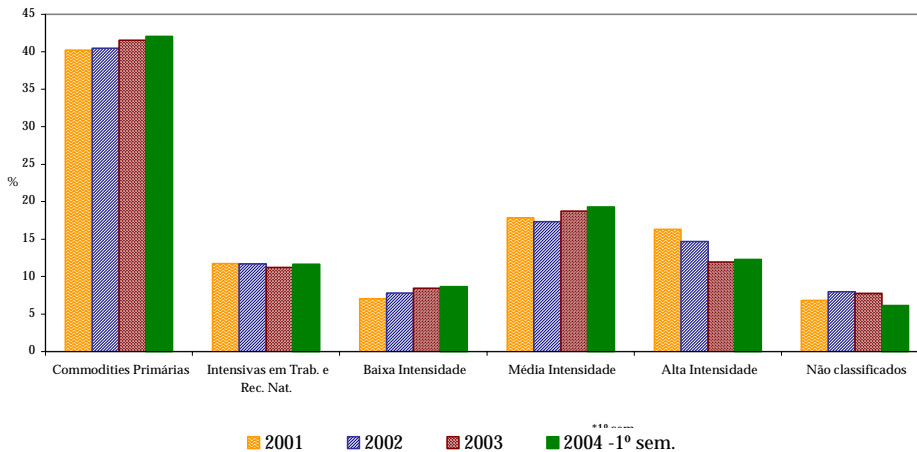
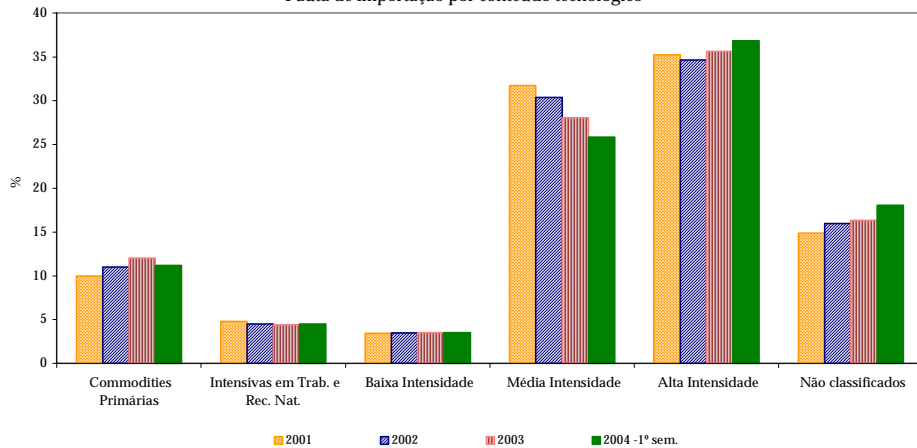


Gráfico 11B
Pauta de importação por conteúdo tecnológico



Fonte: Neit/IE-Unicamp a partir dos dados da Secex-MDIC – Elaboração própria.

Em relação às importações, vale destacar a alta participação do grupo de “alta intensidade tecnológica” (no qual se destacam equipamentos eletrônicos, material elétrico, produtos químicos e farmacêutico, dentre outros), setores dominados pelas grandes ETs e nos quais não houve substituição de importações em resposta às variações de preços relativos após as desvalorizações cambiais (Fligenspan, 2004). Aliás, nesses setores é improvável que ocorra essa substituição, devido às escalas de produção necessárias e ao controle da tecnologia por essas empresas (Carneiro, 2002; IEDI, 2002).³⁸ Pelo

³⁸ Ver: Carneiro, Ricardo. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp/IE-Unicamp, 2002.

contrário, esta substituição depende da coordenação do Estado, mediante políticas industrial, de ciência e tecnologia e de comércio exterior integradas, voltadas para: a atração de investimentos destas empresas, a valorização da participação das filiais brasileiras nas redes mundiais de fornecimento; e ampliação dos investimentos de empresas nacionais do setor (Coutinho; Hiratuka & Sabbatini, 2003).³⁹

Ademais, nos setores produtores de insumos onde houve substituição de importações (medida pela redução do coeficiente importado) após a adoção do regime de câmbio flutuante – de acordo com o estudo de Fligenspan, 12 dos 26 setores industriais pesquisados, vários do segmento de média intensidade tecnológica – essa

mudança não têm necessariamente caráter estrutural, pois ocorreu simultaneamente à queda da demanda doméstica dos setores que utilizam esses insumos. Assim, é provável que num contexto de retomada sustentável do crescimento, ocorra aumento das importações desses setores e elevação do coeficiente importado. A questão que se coloca é se esse contexto – que talvez comprometesse, igualmente, a maior orientação exportadora de alguns setores industriais – se

³⁹ Para um detalhamento dessas políticas, ver: Coutinho, Luciano & Sarti, Fernando. A integração das políticas tecnológica e de comércio exterior. In: Velloso, João Paulo dos Reis (Org.). *Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado* (Fórum Nacional do Desenvolvimento). Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 2003.

consolidará dados os pilares atuais da política macroeconômica (ver SEÇÃO III e IV).

2 A conta financeira: o desempenho dos fluxos de capitais

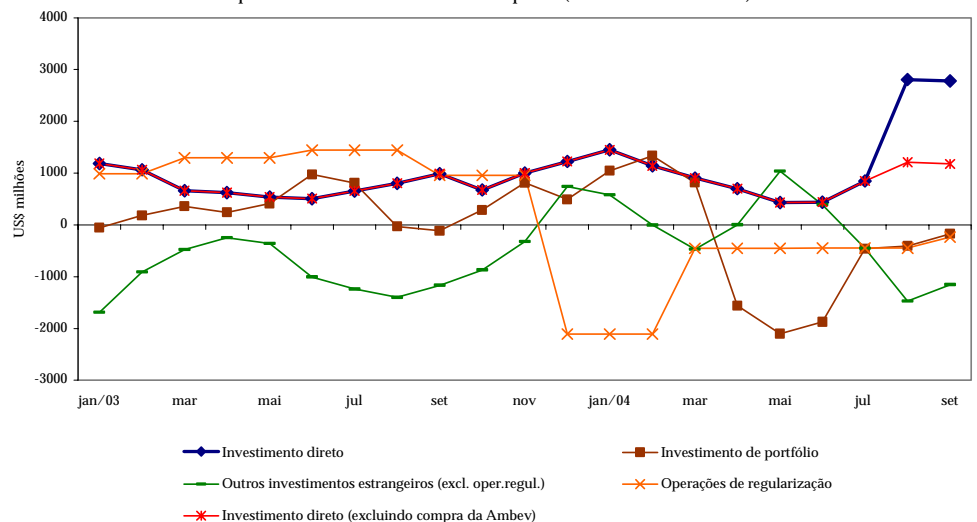
Este item pretende analisar a evolução da conta financeira no período em questão, a partir da sua desagregação nas suas três principais sub-contas – investimento externo direto, investimento de portfólio e outros investimentos (que, além das operações de regularização, agrega várias modalidades de fluxos voluntários, como empréstimos bancários diretos e de instituições multilaterais e créditos comerciais).

Em 2004, até setembro, os fluxos de investimento externo direto (IED) foram a principal modalidade de capital voluntário direcionado para a economia brasileira. Já os investimentos de portfólio apresentaram um movimento cíclico, associado à interação entre a dinâmica do mercado financeiro internacional e a demanda dos residentes por recursos externos. A sub-conta “Outros Investimentos” registrou aumento dos fluxos negativos, associados à quitação e não-renovação de empréstimos junto a organismos multilaterais, fornecedores e instituições financeiras. A seguir, detalha-se o comportamento dos fluxos de IED e de portfólio.

Os fluxos de investimento externo direto, após apresentarem redução nos primeiros meses de 2003 – associada à desaceleração econômica dos países centrais e às incertezas decorrentes da guerra contra o Iraque – interrompem sua tendência de queda, diante da retomada do crescimento nesses países e das

perspectivas de recuperação do nível de atividade doméstico, fatores condicionantes das estratégias das empresas estrangeiras instaladas no Brasil. Já o forte crescimento desses fluxos em agosto de 2004, pelo critério das médias móveis trimestrais, decorreu de uma operação excepcional, a compra da Ambev, no valor de US\$ 4,8 bilhões, que “inflou” o modalidade “participação no capital” (ver Gráfico 12), mas simultaneamente implicou saída de recursos no mesmo valor na sub-conta “Capitais brasileiros no exterior”, não tendo impacto líquido positivo no mercado de câmbio. Se excluirmos essa operação, fica evidente que a tendência de curto prazo dos fluxos de IED é mais de estabilização (numa média mensal de US\$ 1,2 bilhões) do que de elevação, o que seria necessário para que a projeção do Banco Central - de um ingresso de US\$ 17 bilhões em 2004 - se confirmasse, já que no acumulado janeiro-setembro esse ingresso foi de US\$ 12,3 bilhões. Inclusive, o último resultado mensal sanciona a hipótese de que essa projeção é irrealista: em setembro houve queda expressiva do ingresso de IED, que somou apenas US\$ 694 milhões contra US\$ 1,19 bilhões em agosto, excluindo a operação Ambev-Interbrew.

Gráfico 12
Principais modalidades de fluxos de capitais (média móvel 3 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

Essa ligeira recuperação dos fluxos de IDE para a economia brasileira em 2004 não deve ser

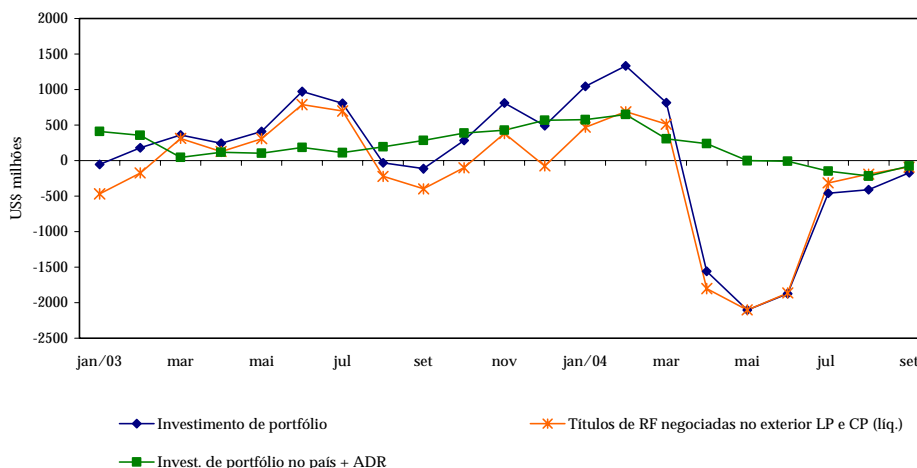
comemorada, pois está longe de compensar a retração ocorrida no período 2001-2003. Apesar dessa retração ter sido uma tendência geral, que atingiu todos os países em desenvolvimento,⁴⁰ no caso do Brasil a queda dos fluxos absolutos foi acompanhada por uma diminuição da sua participação relativa no total dos investimentos diretos das ETs nesses países: essa participação passou de 9,6% em 2001, para 8,7% em 2002 e somente 5,3% em 2003 (Unctad, 2004a). Certamente essa trajetória descendente está associada às condições macroeconômicas desfavoráveis que predominaram nos últimos anos (crescimento econômico doméstico medíocre, taxas de juros elevadas, câmbio volátil).⁴¹

Todavia, vale mencionar que a pequena recuperação dos fluxos líquidos foi acompanhada por uma mudança positiva na composição setorial do ingresso de IED: apesar dos investimentos no setor de serviços continuarem predominando, os investimentos na Indústria crescem expressivamente a partir de 2001, se tornando predominantes em 2004 (Baer & Cintra, 2004). Positiva porque, ao contrário do setor de serviços, inerentemente *non-tradables*, os investimentos na indústria podem

contribuir para o saldo comercial (via aumento das exportações), mesmo que em vários setores as filiais instaladas no Brasil tenham uma maior orientação para o mercado interno e linhas de produção com elevado conteúdo importado.

Enquanto o comportamento dos fluxos de IED vincula-se com as perspectivas de crescimento econômico - seja nos países de origem seja de destino desses investimentos - e com as estratégias das ETs, os fluxos de Investimentos Estrangeiros de Portfólio (IEP) foram determinados, sobretudo, pela evolução das emissões líquidas de títulos de renda fixa no exterior, a principal modalidade de IEP no Brasil (ver Gráfico 13). A evolução dessa modalidade,

Gráfico 13
Fluxos de investimento de portfólio



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

por sua vez, constituiu um reflexo da interação entre a dinâmica do mercado financeiro internacional e as condições macroeconômicas domésticas, principalmente o regime de câmbio flutuante, que afetou a demanda por recursos externos pelos agentes residentes.

O período analisado caracterizou-se por uma tendência de retração dos investimentos de portfólio, que se inicia em fevereiro de 2004 e sucede a fase de ingressos líquidos positivos que predominou em 2003, associado ao contexto de

⁴⁰ Em 2003, a participação desses fluxos no total dos fluxos direcionados para os países em desenvolvimento foi de 45%, enquanto a média registrada nos anos 90 foi de 70% (BIS, 2004a). Para maiores informações das tendências dos fluxos de IDE globais e para os países em desenvolvimento, ver UNCTAD. *World Investment Report*, 2004a.

⁴¹ Em duas pesquisas sobre competitividade internacional divulgadas em meados de outubro (uma da consultoria AT Kearney e outra do Fórum Econômico Mundial) o Brasil perdeu várias posições de 2003 para 2004 no ranking de melhores destinos para o investimento produtivo. Apesar de serem baseadas em critérios duvidosos e sujeitos a distorções (Toledo, 2004), sugerem, no mínimo, que o Brasil pode continuar perdendo espaço nos fluxos globais de IED. Ver: Toledo, Guilherme Augusto Cirne de. Sobre índices e rankings. *Valor econômico*, 22, 23 e 24 out. 2004, p. A8.

ampla liquidez internacional e maior apetite por risco dos investidores globais vigente neste ano.⁴²

A sinalização pelo Federal Reserve de que a alta da taxa de juros básica norte-americana poderia ocorrer antes do esperado (na reunião de final de janeiro) provocou, num primeiro momento, aumento dos *spreads* e instabilidade no mercado de títulos de dívida dos países emergentes (a qual não chegou a afetar as emissões líquidas desses países, que atingiram US\$ 24,9 bilhões no primeiro trimestre, segundo o BIS, 2004) e, num segundo momento – especificamente, em abril e maio, após a segunda reunião anual do Fed realizada em março, que reafirmou aquela sinalização –, um verdadeiro *sell-off* neste mercado, que registrou perdas pela primeira vez desde o terceiro trimestre de 2002 (IMF, 2004).

O mecanismo de transmissão entre, de um lado, a perspectiva de elevação dos juros básicos nos Estados Unidos e a conseqüente acentuação da inclinação positiva da *yield curve* dos títulos do tesouro americano e, de outro lado, o comportamento dos *spreads* dos títulos “emergentes” foi a desmontagem de várias operações de *carry trade*, que envolveu tanto redução da alavancagem quanto reestruturação das carteiras por parte dos investidores globais, que voltaram a se comportar de forma mais seletiva.⁴³ O FMI, no relatório *Global Financial*

⁴² Além das baixas taxas de juros nos países centrais – em seus menores patamares considerando os últimos 45 anos –, as expectativas de retomada do crescimento econômico mundial em 2004 alimentaram esse novo ciclo de abundância de recursos para os “mercados emergentes”. De acordo com o FMI, em 2003 os fluxos de capitais para os países emergentes, tanto em termos brutos quanto líquidos, atingiram valores recordes desde 2000. Ver: IMF. *Global Financial Stability*. Washington D.C.: International Monetary Fund, Sept. 2004a; IMF. *World Economic Outlook*. Washington D.C.: International Monetary Fund, Sept. 2004b.

⁴³ Ao longo de 2003, as baixas taxas de juros fizeram com que os especuladores realizassem essas operações, ou seja, tomassem empréstimos de curto prazo para aplicar seja em títulos de mais longo prazo seja em ativos de maior risco, mas com perspectivas de rentabilidade elevada. Como ressalta Farhi (2004), o corolário desse peso da alavancagem é que os especuladores são levados a reestruturar suas carteiras ao menor sinal de risco. Ver: Farhi, Maryse. Economias emergentes e ciclos de liquidez. *Política Econômica em Foco* n.3, 2004.

Stability de setembro (IMF, 2004a), enfatiza e ilustra o movimento sincronizado entre o EMBI Global (que reflete a média dos *spreads* dos títulos emitidos pelos países emergentes) e as expectativas altistas em relação às taxas de juros no mercado de *eurodollar* (que são um reflexo daquelas vigentes no mercado monetário norte-americano). Essas expectativas também atingiram os mercados acionários maduros e emergentes, que sofreram deflação de preços no período.

Esse mesmo relatório também ressalta que os próprios investidores globais reconhecerem em seus informes que a realocação de seus portfólios decorreu “do receio quanto à elevação das taxas de juros globais e não de preocupações em relação dos fundamentos dos países” (IMF, 2004a, p. 19). Ademais, essa realocação penalizou, sobretudo, os ativos de países classificados como “*sub-investment graded*” – que enfrentaram tanto vendas maciças de seus títulos nos mercados secundários e fechamento dos mercados primários, quanto saída de recursos dos mercados financeiros domésticos.⁴⁴

Assim, mais uma vez se manifestaram as duas tendências que tem caracterizado as condições de financiamento dos países emergentes após o final dos anos 90: a forte influência do comportamento dos mercados financeiros dos países centrais sobre essas condições e a discriminação entre ativos com diferentes qualidades créditos, em detrimento daqueles classificados como “sem grau de investimento”.

No entanto, apesar de intenso, esse *sell-off* teve vida curta. Com a estabilização das expectativas em relação à taxa de juros básica norte-americana em meados de maio, os *spreads* dos títulos de dívida emergentes voltaram a se estreitar. Esse movimento reforçou-se após a reunião do FED de junho – quando essa taxa foi

⁴⁴ Esse *sell-off* atingiu particularmente os títulos emergentes soberanos brasileiros (principalmente o C-bond e o Global – 40), os mais líquidos do mercado secundário de títulos de dívida emergentes” desde o *upgrading* do México e da Rússia à categoria “grau de investimento” em outubro de 2003.

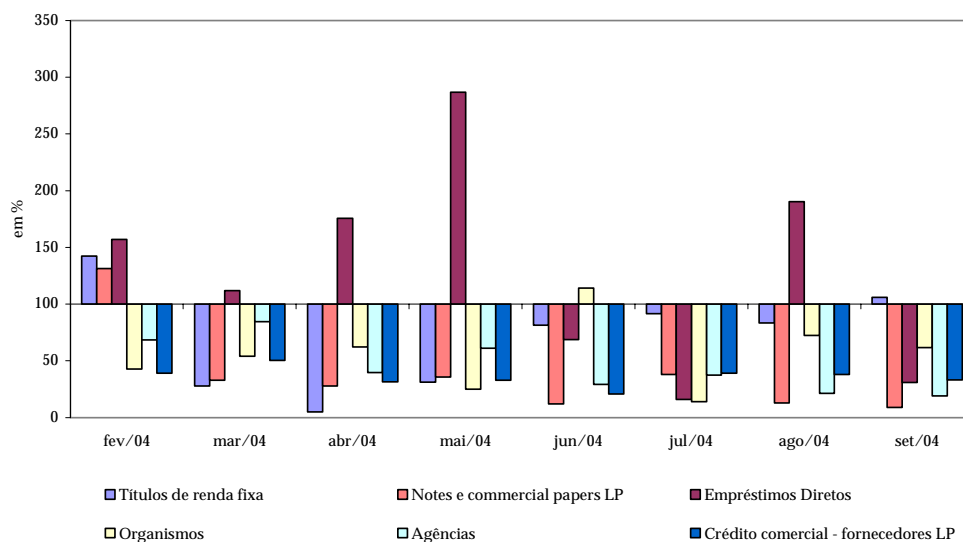
elevada em somente 0,25 pontos percentuais – e a divulgação de vários indicadores sinalizando uma evolução bem comportada do emprego e inflação nos Estados Unidos, que reforçaram as perspectivas de uma trajetória lenta e gradual de aumento desta taxa, “puxando para baixo” as taxas de juros de longo prazo, tornando novamente a “*yield curve*” mais achatada e abrindo espaço para a “remontagem” de operações de *carry trade*.

Nesse contexto, o apetite por risco dos investidores reacendeu-se e as condições de liquidez internacional voltaram a se tornar favoráveis aos “emergentes” (IMF, 2004). Na realidade, de acordo com o *Institute of International Finance* (IIF, 2004),⁴⁵ essas condições são as mais favoráveis desde 1998, quando os fluxos de capitais para esses países apresentaram forte retração como reflexo das crises asiática e russa. Informações mais recentes da *Dealogic*, uma consultoria internacional especializada em mercados emergentes, corroboram essa análise: de janeiro a meados de outubro, o total de emissões de títulos de renda fixa desses mercados atingiu US\$ 331,4 bilhões, valor superior ao total de 2003 (US\$ 320,2 bilhões).⁴⁶ Outra manifestação do contexto de excesso de oferta de recursos e do “boom” de emissões em 2004 é a queda das

comissões cobradas pelos bancos na subscrição dos títulos, sem perda de receita dado o aumento do volume de negócios.⁴⁷

Apesar desse contexto de excesso de liquidez internacional, as taxas de rolagem das diversas modalidades de empréstimos mantiveram-se inferiores a 100 a partir de julho, com exceção da modalidade empréstimos diretos em agosto (ver Gráfico 14) e da modalidade “Títulos de Renda Fixa” em setembro – cuja taxa de rolagem positiva decorreu da emissão soberana de um bônus no valor de 250 euros. No caso das “*Notes e commercial papers*”, de emissão privada, essa taxa continuou inferior a 100 nesse mês. Ou seja, as empresas e instituições financeiras residentes têm optado por reduzir seu endividamento externo.⁴⁸

Gráfico 14
Taxas de rolagem



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

⁴⁵ Ver IIF. *Capital flows to emerging market economies*. Institute of International Finance, Oct. 2, 2004.

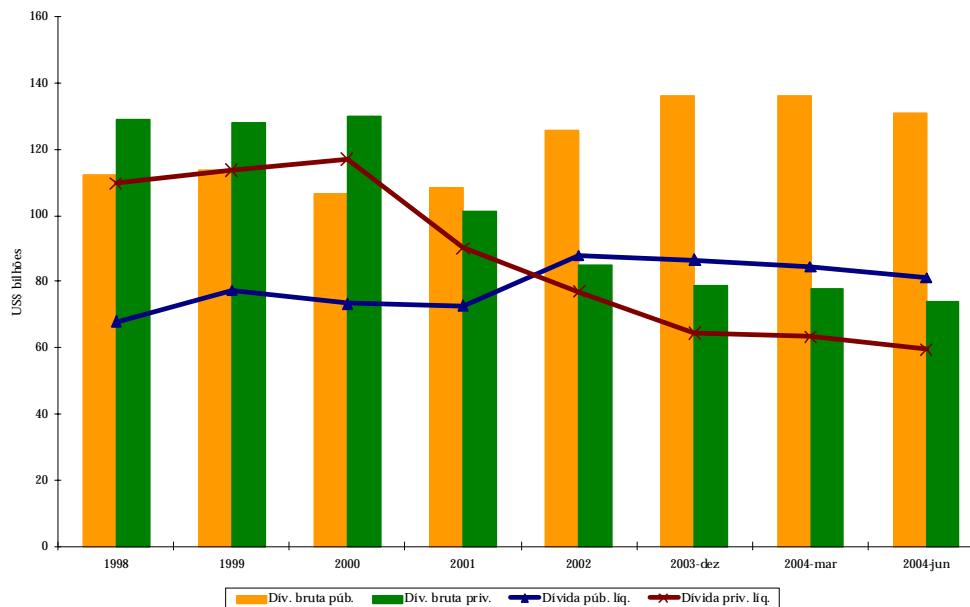
⁴⁶ Munter, P. & Giles, C. Captações de emergentes batem recorde. *Valor Econômico*, p. C8, 14 out. 2004 (matéria original do *Financial Times*).

⁴⁷ Ver Bloomberg. Instituições cortam taxas em emissões de emergentes. *Valor Econômico*, p. C8, 19 out. 2004.

⁴⁸ Vale mencionar que em 30 de junho de 2004, mediante a Resolução n. 3.217, o Banco Central autorizou a quitação antecipada da dívida externa privada pelo mercado de câmbio comercial, a qual até então era possível somente via CC5. Assim, é possível que as taxas de rolagem dos meses anteriores a junho estejam subestimadas, o que explicaria a sua manutenção em patamares semelhantes a partir de julho, quando as condições de liquidez internacional voltaram a melhorar.

A queda da dívida externa privada, em termos brutos e líquidos, fica evidente no Gráfico 15. Simultaneamente, o setor público elevou seu endividamento externo, em decorrência dos acordos com o FMI e da emissão de dívida soberana no mercado financeiro internacional, aproveitando o apetite por risco dos investidores globais, mas esse endividamento não foi suficiente para compensar a redução da dívida privada. Com isso, a dívida externa total diminuiu, contribuindo para a melhora dos indicadores de vulnerabilidade externa, apresentados no próximo item. Vale destacar que este perfil de devedores (predominância do setor público vis-à-vis o privado) constitui a principal especificidade do ciclo de liquidez externa recente ante àquele da década de 90, no qual predominou o endividamento externo do setor privado.

Gráfico 15
Dívida externa



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

Algumas hipóteses podem ser levantadas para explicar a queda da dívida externa privada. Como condicionante mais geral, a menor demanda por endividamento externo, num

contexto de maior risco cambial e custo de *hedge* potencialmente mais elevado associados ao regime de câmbio flutuante. Ademais, essa demanda também deve ter sido abalada pelas duas crises cambiais que eclodiram num curto intervalo de tempo (1999 e 2002), pela percepção da dinâmica volátil do mercado financeiro internacional, caracterizada por mini-ciclos de “*feast or famine*”⁴⁹ e, mais recentemente, pela queda do estoque de títulos públicos indexados ao câmbio, que significou menor oferta da modalidade mais segura de *hedge* cambial. Como no período 1999-2002 predominou uma situação de escassez de oferta de financiamento externo voluntário, a influência dessa demanda não transpareceu.

Do ponto de vista das instituições financeiras, em momentos de elevado diferencial de juros e expectativa de valorização cambial, a alta rentabilidade das operações de arbitragem pode contrabalançar o menor apetite pela captação de recursos externos e estimulá-la, como ocorreu no primeiro semestre de 2003. Contudo, com a queda do chamado “cupom cambial” essa rentabilidade diminuiu e os bancos passaram a quitar seu endividamento externo de curto prazo, contribuindo para as

⁴⁹ Como ressalta Farhi (2004): “A formação desses mini-ciclos acentua a volatilidade e a incerteza dos agentes, à medida que é impossível a priori determinar sua duração e intensidade ou mesmo saber se constituem ou não o início do processo de reversão da fase anterior do ciclo mais longo”.

menores taxas de rolagem e, assim, para a queda da dívida externa em 2004.⁵⁰

Em relação às empresas, além da maior aversão ao endividamento externo, associada aos fatores mencionados acima, o ambiente de estagnação econômica que predominou nos últimos anos certamente contribuiu para essa queda. Com a recuperação do crescimento em 2004, o mercado de capitais doméstico tem sido a alternativa utilizada por várias empresas para a obtenção de recursos de terceiros. Por exemplo, em 2004, o volume de emissões de debêntures deve atingir R\$ 13,5 bilhões, valor quase três vezes superior ao registrado em 2003.⁵¹ A captação de recursos mediante instrumentos alternativos ao crédito bancário, como a securitização de recebíveis via fundos de investimento (FIDC), regulamentada em 2001, também têm crescido esse ano.⁵²

3 Indicadores de vulnerabilidade externa

Neste item, serão apresentados alguns indicadores de vulnerabilidade externa, tanto no curto prazo – conhecidos como “indicadores de liquidez externa” –, quanto no médio e longo prazos – denominados de “indicadores de solvência externa”.

Para avaliar a situação de liquidez externa, calculamos três indicadores, que têm como característica comum a utilização das reservas

internacionais líquidas ajustadas – as reservas próprias do país, excluindo assim os recursos do FMI – no denominador.⁵³ Eles se diferenciam somente na composição do numerador. Em ordem crescente de abrangência, temos: (1) o indicador tradicional, Passivo externo de curto prazo/reservas, que inclui no numerador a dívida externa de curto prazo e o estoque de investimento de portfólio; (2) o indicador utilizado pela *Standard & Poors*, que considera no numerador as necessidades brutas de financiamento externo (NBFÉ) – que equivalem à soma do saldo em transações correntes, com o principal vencível da dívida externa de médio e longo prazo nos próximos 12 meses e o estoque da dívida de curto prazo; (3) e o indicador elaborado pelo Cecon, que “mede” a pressão potencial sobre as reservas internacionais no País – que consiste numa extensão do indicador *Standards & Poors*”, a partir da soma às NBFÉ o estoque de investimento de portfólio estrangeiro.

A redução (e, assim, melhora) dos indicadores de liquidez externa a partir de maio de 2003 (ver Gráfico 16) esteve associada a uma conjunção de fatores: do lado do numerador, aos superávits em transações correntes obtidos a partir de julho e à redução conjuntural da dívida de curto prazo e das amortizações de médio e longo prazo nos segundo e terceiro trimestre de 2003; e, do lado do denominador, ao aumento das reservas internacionais. Mas, essa tendência reverteu-se temporariamente no último trimestre de 2003, devido à concentração dessas amortizações, à redução do superávit em transações correntes e ao aumento dos investimentos de portfólio nesse trimestre, num contexto de estabilização das reservas

⁵⁰ No segundo semestre de 2004, com o retorno da liquidez internacional, alguns bancos têm captado recursos externos com o objetivo declarado de utilizá-los como *fundings* às operações de crédito com desconto em folha de pagamento, mas o volume não é expressivo. Ver, por exemplo: Lucchesi, Cristiane. J. Safra, Cosan, Banco Santos e BMG captam US\$ 286 milhões no exterior. *Valor Econômico*, p. B3, 18 out. 2004.

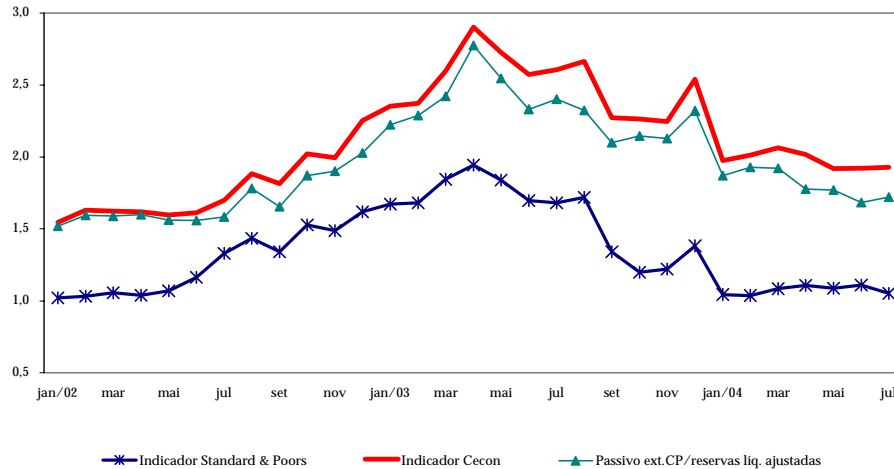
⁵¹ Júnior, Altamiro Silva. Novas emissões chegam a US\$ 4,4 bilhões. *Valor Econômico*, p. C3, 19 out. 2004.

⁵² Rocha, Janes. Crédito alternativo ganha espaço. *Valor Econômico*, p. A6, 19 out. 2004.

⁵³ Esse é o critério utilizado pelas agências de *rating* na avaliação da qualidade de crédito dos países. A lógica é a seguinte: mesmo que os empréstimos *stand by* do FMI possam ser utilizados em situações de iliquidez externa, esses recursos constituem reservas emprestadas, que deverão ser pagas pelo País no curto prazo.

internacionais líquidas.⁵⁴ Ao longo de 2004, não houve melhora nos indicadores de liquidez, que têm se mantido no mesmo patamar desde o início do ano.

Gráfico 16
Indicadores de liquidez externa



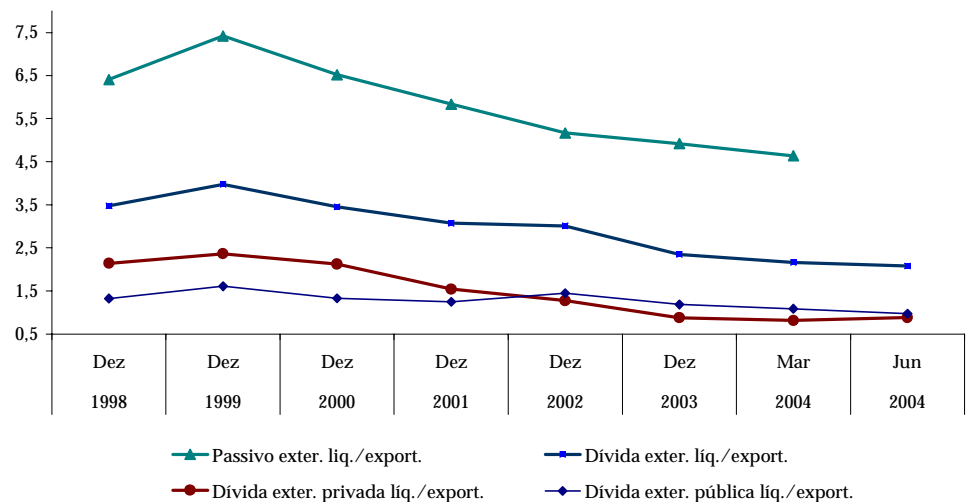
Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

Essa tendência de estabilização dos indicadores de liquidez decorre, sobretudo, do comportamento do estoque de reservas próprias do país, que se elevou marginalmente de janeiro a setembro (US\$ 21,5 bilhões para US\$ 22,9 bilhões), aumento associado à emissão de dívida soberana, já que a aquisição de reservas pela autoridade monetária se limitou a cerca US\$1 bilhão em janeiro. Ou seja, essa acumulação não é prioridade da política econômica. Ao invés de aumentar seu estoque de divisas e, assim, constituir um “colchão de

segurança” durante da fase de “*feast*” do ciclo de liquidez internacional, essa autoridade tem optado por aproveitar o excesso de liquidez no mercado de câmbio para apreciar o Real e atenuar

as pressões inflacionárias (ver SEÇÃO III). Essa estratégia é arriscada de forma geral para os países periféricos, não emissores de moeda conversível, e ainda mais para aqueles classificados como *non-investment grade*, como o Brasil. Vale mencionar que o indicador *Standard & Poor* continua superior a 1, mantendo o Brasil nessa categoria, de acordo com essa agência de classificação de risco.

Gráfico 17
Indicadores de solvência externa



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

Já os indicadores de solvência externa são estimativas da vulnerabilidade externa do País no médio e longo prazos (ver Gráfico 17). Neste caso, a questão essencial é a capacidade de geração de divisas da economia, associada, no caso dos países periféricos, como o Brasil, ao desempenho das

⁵⁴ Em 2003, o Tesouro, por intermédio do Banco do Brasil, adquiriu divisas no mercado à vista, com o objetivo de utilizá-las no pagamento do serviço da dívida externa soberana. Essas aquisições – que de janeiro a outubro totalizaram US\$ 4,6 bilhões – não são contabilizadas nas reservas líquidas ajustadas, mas significam menor pressão sobre essas reservas, que, caso contrário, seriam utilizadas naquele pagamento..

exportações, dado o saldo negativo ou equilibrado das demais sub-contas das Transações correntes.

A redução do indicador mais amplo, “Passivo externo líquido/exportações”⁵⁵ desde a adoção do regime de câmbio flutuante decorreu, num primeiro momento, de um efeito contábil – a queda dos estoques de investimento estrangeiro direto e de portfólio no País, medidos em US\$, devido à desvalorização do Real no período⁵⁶ – e, num segundo momento, da queda da dívida externa, sobretudo privada (mencionada no item interior) e, sobretudo, do crescimento das exportações.

A manutenção desta tendência de melhora progressiva dos indicadores de solvência depende, por sua vez, da continuidade da queda da dívida externa e da manutenção de elevadas taxas de crescimento das exportações por um período suficiente para gerar superávits expressivos nas transações correntes (que permitam a amortização da dívida externa privada e/ou o acúmulo reservas), reduzindo progressivamente os indicadores de solvência externa. Para tanto, a taxa de crescimento das exportações teria de superar a das importações, bem como a taxa de juros que incide sobre essa dívida (em média, 10% a.a.).

⁵⁵ O Passivo Externo Bruto (PEB) do país inclui o estoque de dívida externa, de investimento de portfólio e externo direto. O passivo externo líquido equivale ao PEB menos os ativos externos (reservas internacionais líquidas ajustadas, ativos dos bancos brasileiros no exterior e crédito brasileiros no exterior).

⁵⁶ O estoque de investimento externo direto no País, avaliado pelo Bacen de cinco em cinco anos a partir do Censo de Capital Estrangeiro (o último foi realizado em 2000), é calculado em R\$. Assim, quando ocorre uma desvalorização da moeda nacional, o valor deste estoque em dólar diminui. O mesmo efeito contábil ocorre na contabilização dos fluxos anuais de IED, utilizados para estimar o estoque de IED entre os anos dos censos: os fluxos líquidos mensais de IED, contabilizados em US\$ no Balanço de pagamentos são convertidos em R\$ à taxa de câmbio média do período; a soma desses fluxos corresponde ao fluxo total no ano, que é convertido à taxa de câmbio de final de período; em seguida, o valor em US\$ do ano é somado ao estoque de IED em US\$ do ano anterior. Utilizamos essa metodologia para estimar o estoque de IED para os anos de 1998 e 1999, já que o Bacen somente divulga esses dados para os anos posteriores ao último censo.

Contudo, a manutenção da taxa de crescimento das vendas externas no patamar vigente em 2003 e no acumulado janeiro-setembro de 2004 (cerca de 33% em relação ao mesmo período do ano precedente) é pouco provável. No curto prazo – ou seja, em 2005 –, como indicam a maioria das projeções, as exportações recuarão seja em função do menor ritmo de expansão da economia mundial e da queda dos preços das commodities, seja devido à apreciação cambial, seja ao crescimento econômico doméstico (o qual, mesmo que se mantenha no ritmo modesto de 2004, continuará pressionando as importações, que por sinal atingiram um valor recorde em termos históricos em outubro).

No médio e longo prazo, a sustentação dessa taxa é menos provável, pois a manutenção da importância do grupo de commodities primárias na pauta de exportação brasileira reproduz as fragilidades estruturais desta pauta: além da vulnerabilidade às flutuações dos preços internacionais, esses são os produtos de menor potencial de crescimento da demanda em âmbito mundial.⁵⁷ Nesse sentido, cabe destacar que, segundo a OMC⁵⁸ (WTO, 2004), a tendência de declínio da participação dos setores extrativo e agrícola no comércio internacional persistiu em 2002, a despeito da dimensão da demanda chinesa. E, entre os produtos agrícolas, na década de 90 aumentou a participação dos bens “processados” nesse comércio. Contudo, o Brasil, indo na contracorrente, reduziu significativamente a participação desses bens mais dinâmicos em suas exportações, aumentando as importações dos mesmos.

Ademais, como destaca a Unctad (2004b),⁵⁹ a alta dos preços nominais das commodities nos dois últimos anos não foi suficiente para estancar

⁵⁷ A esse respeito, ver: UNCTAD (2002) e IEDI (2004).

⁵⁸ World Trade Organization. *World Trade Report*, 2004.

⁵⁹ UNCTAD. *Trade and Development Report*. Geneve: United Nations on Trade and Development, 2004b.

a tendência de queda em termos reais (considerando o Índice de Preço do Consumidor dos Estados Unidos como deflator, esses preços ainda se encontram num patamar inferior ao de 25 anos atrás). Essa tendência, por sua vez, também tem atingido várias categorias de bens manufaturados exportados pelos países em desenvolvimento, majoritariamente de menor conteúdo tecnológico, os quais tem adquirido o caráter peculiar das commodities: a crescente deterioração dos termos de troca. Nesse sentido, vale mencionar que os setores que lideraram o crescimento das exportações brasileiras em 2003 e 2004 - “veículos automotores” e “máquinas e tratores” - enquadram-se nessas categorias e registraram quedas sucessivas de preços desde 2000.⁶⁰

O papel da taxa de câmbio também não deve ser negligenciado. Não se defende, aqui, uma depreciação da moeda doméstica, a qual implicaria contração ainda maior da renda real da população. Contudo, a opção do governo de permitir uma apreciação tão intensa do Real ao longo de 2003 e novamente em 2004 - com o objetivo de forçar a convergência da inflação para as metas fixadas - recoloca não somente um problema estático - estímulo às importações e desestímulo às exportações dos produtos manufaturados-, mas também um problema dinâmico, pois o patamar e a trajetória deste preço-chave condicionam as decisões de investimento.

Nesse sentido, vale destacar os possíveis efeitos adversos dessa apreciação sobre a inserção externa do complexo automotivo, setor manufatureiro de média intensidade tecnológica que tem se diferenciado em termos de vantagem competitiva e, *pour cause*, contribuição positiva ao crescimento das exportações e do saldo comercial.

Mesmo que o superávit recente deste setor tenha uma dimensão estrutural - por se ancorar não somente em fatores conjunturais ou eventuais, mas também numa mudança de estratégia das ETs presentes no país, induzida por ganhos de competitividade e especialização -, não se deve minimizar a importância da política macroeconômica, especialmente cambial, na obtenção das chamadas vantagens comparativas dinâmicas. Períodos de apreciação ou mesmo volatilidade cambial podem desestimular novos investimentos no setor e aumentar a probabilidade de que se recoloque o *trade-off* entre mercado interno e externo num contexto (atualmente, improvável) de retomada sustentável do crescimento.

Em suma, tanto no caso da situação de liquidez quanto de solvência externas, a política macroeconômica não tem contribuído positivamente. Ao se abster de intervir no mercado de câmbio, as autoridades econômicas não atingem, simultaneamente, dois objetivos desejáveis. Por um lado, o acúmulo de reservas, agora sólidas - pois ancoradas em superávits comerciais e não em fluxos de capitais voláteis -, as quais apesar de envolverem um custo significativo dado o diferencial de juros externo e interno constituem a única forma de uma economia periférica, sem moeda conversível, se defender de eventuais ataques especulativos num contexto de ausência de controles de capitais. Por outro lado, a manutenção da taxa de câmbio num patamar realista, necessário para estimular ou mesmo sustentar as exportações de bens industrializados em geral e, especialmente, daqueles de maior conteúdo tecnológico - sustentação que se revelará crucial num contexto de reversão do “choque externo benigno”, o qual implicará, inevitavelmente, queda das exportações de commodities.

⁶⁰ De acordo com a Funcex (2004b), as quedas foram de cerca de 10,0% e 9,0%, respectivamente, entre 2000 e 2004. FUNCEX. *Boletim Setorial*, ano VIII, n. 3, jul./set. 2004b.

Já as políticas industrial e de comércio exterior “engatinham”, enquanto deveriam estar contribuindo para o aumento da competitividade da indústria local, mesmo em setores onde a economia brasileira já tem uma participação relevante no mercado mundial (por exemplo, não se pode descartar a perda potencial de mercado para a China nos setores de “peças e outros veículos”, “máquinas e tratores” e “madeira e mobiliário”, que também tem participação significativa na pauta de exportação deste país). Vale lembrar que os dois setores manufatureiros de média intensidade tecnológica que têm se destacado em termos de desempenho exportador (“veículos automotores” e “máquinas e tratores”) foram alvo de política industrial.

Nesse contexto, resta-nos torcer para que persistam o contexto externo favorável e as estratégias microeconômicas virtuosas para a inserção externa, seja de aumento da parcela exportada da produção seja de redução de dívida externa, que têm contribuído para a tão desejada redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira.