

SEÇÃO IV

A inserção externa da economia brasileira no governo Lula

*Daniela Magalhães Prates*¹

Introdução

O conceito de inserção externa envolve duas dimensões essenciais, a comercial e a financeira. A análise de sua evolução requer a consideração de aspectos macroeconômicos (como o regime cambial adotado, que define o método de fixação da taxa de câmbio e sua dinâmica de ajustamento) e estruturais (essencialmente, os graus de abertura comercial e financeira das economias e a estrutura de comércio exterior e do sistema financeiro). A interação entre os dois conjuntos de fatores moldará as características dos fluxos financeiros e comerciais entre o país e o exterior. Todavia, o volume e a composição efetiva desses fluxos dependem também de fatores externos aos países, especificamente, da dinâmica da economia internacional em cada momento da história. A influência desta dinâmica revela-se mais intensa no caso dos países periféricos, como o Brasil.

No contexto atual de globalização financeira, a relação entre o regime cambial e o comportamento dos fluxos comerciais e financeiros tornou-se ainda mais complexa. Nos países que adotaram um grau elevado de abertura financeira, a dinâmica dos fluxos de capitais sobrepõe-se, em geral, àquela dos fluxos comerciais, exercendo influência decisiva sobre a trajetória dos balanços de pagamentos e o comportamento da taxa de câmbio. Neste contexto, a escolha do regime cambial constitui uma decisão estratégica (e não trivial) de política econômica. Os regimes de câmbio administrado (fixo ou bandas cambiais), que prevaleceram nos países periféricos até meados da década de 1990, têm o mérito de garantir a estabilidade da taxa de câmbio nominal, um dos preços-chave das economias capitalistas, mas se revelaram extremamente suscetíveis à apreciação da taxa de câmbio real e a ataques especulativos, que culminaram em sucessivas crises cambiais na segunda metade daquela década, dentre as quais a crise brasileira de 1998-1999. Após essas crises, as políticas de câmbio fixo ou semifixo (tipo *crawling peg*) cederam lugar aos regimes de flutuação suja na maioria desses países, incluindo o Brasil. Todavia, num contexto de alta mobilidade de capitais, esses regimes podem resultar em volatilidade excessiva da taxa de câmbio, com implicações negativas sobre as decisões de investimento e de exportação. Essa volatilidade, por sua vez, dependerá tanto do grau de abertura financeira da economia como da forma de interação entre a autoridade monetária e os agentes privados no mercado de câmbio.

Esta seção pretende examinar a evolução da inserção externa da economia brasileira nos três primeiros anos do governo Luiz Inácio Lula da Silva (Lula). Além dos fatores macroeconômicos e estruturais mencionados acima, esta evolução esteve estreitamente vinculada à trajetória da economia internacional no período. O cenário externo desfavorável que marcou o segundo

¹ Agradeço o auxílio valioso dos bolsistas CNPQ-PIBIC João Henrique de Melo e Livia de Bastos Martini.

mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso – FHC (1999-2002) foi substituído por um ambiente especialmente benigno no âmbito tanto das finanças como do comércio mundiais no triênio 2003-2005 (ver SEÇÕES I e II) – que corresponde, coincidentemente, aos três primeiros anos do governo Lula.

Parte-se da hipótese de que este ambiente constituiu um determinante fundamental das mudanças na inserção externa do Brasil no período analisado. Isto não quer dizer que as decisões de política econômica foram irrelevantes; contudo, não houve alterações substantivas, em relação seja ao regime cambial, seja à abertura externa da economia. Enquanto a “linha de continuidade” no caso dessa política inicia-se em 1999, quando foi adotado o regime de câmbio flutuante, no âmbito da abertura externa essa linha remonta ao início dos anos 1990, quando se iniciaram os processos de liberalização comercial e financeira externa da economia brasileira. Os argumentos estão organizados da seguinte forma. Após um panorama geral da inserção externa no triênio 2003-2005 (item 1), se analisam de forma mais detalhada as duas dimensões desta inserção – a financeira (item 1.1) e a comercial (item 1.2) – procurando detectar seus principais determinantes e características. Na segunda parte (item 2), se procura avaliar como o desempenho dos fluxos comerciais e financeiros com o exterior afetou a trajetória de um conjunto de indicadores de vulnerabilidade externa. Seguem-se breves considerações finais.

1 A inserção externa brasileira no triênio 2003-2005: um panorama geral

A inserção externa da economia brasileira sofreu mudanças importantes nos três primeiros anos do governo Lula, cuja síntese pode ser apreendida pela evolução das duas principais contas do balanço de pagamentos neste período. Como mostra a Tabela 1, o resultado das transações correntes tornou-se superavitário (fato inédito desde 1992), ancorado na obtenção de superávits comerciais crescentes a partir de 2001. Já a conta capital e financeira apresentou saldo positivo somente em 2003, tornando-se deficitária nos dois anos subsequentes. Esse déficit, no entanto, deve ser analisado com cuidado, pois ele encobre o comportamento de dois tipos de fluxos de capitais, subordinados a dinâmicas distintas: os capitais voluntários e as operações de regularização com o Fundo Monetário Internacional (FMI).

Tabela 1
Balanço de pagamentos (US\$ milhões)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Transações correntes	-25.335	-24.225	-23.215	-7.637	4.177	11.738	14.199
Balança comercial	-1.199	-698	2.650	13.121	24.794	33.666	44.757
Serviços e rendas	-25.825	-25.048	-27.503	-23.148	-23.483	-25.197	-34.115
Transferências unil. correntes	1.689	1.521	1.638	2.390	2.867	3.268	3.558
Conta capital e financeira	17.319	19.326	27.052	8.004	5.111	-7.356	-8.808
Conta capital	338	273	-36	433	498	339	663
Conta financeira	16.981	19.053	27.088	7.571	4.613	-7.696	-9.470
Capitais voluntários	<i>14.016</i>	<i>29.377</i>	<i>20.331</i>	<i>-3.909</i>	<i>-156</i>	<i>-3.333</i>	<i>13.801</i>
Operações de Regularização (FMI)	<i>2.966</i>	<i>-10.323</i>	<i>6.757</i>	<i>11.480</i>	<i>4.769</i>	<i>-4.363</i>	<i>-23.271</i>
Erros e omissões	194	2.637	-531	-66	-793	-2.137	-1.072
Resultado global do balanço	-7.907	-2.262	3.307	302	8.496	2.244	4.319

Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen). Elaboração própria.

Em 2004, as condições de liquidez internacional favoráveis aliviaram a restrição externa e permitiram o pagamento dos compromissos com o FMI; mas os fluxos de capitais voluntários entre o país e o exterior continuaram negativos em termos líquidos. Já em 2005, esses fluxos apresentaram resultado positivo, ancorado não somente no ingresso de investimentos externos diretos, mas também nos investimentos de portfólio. A conta capital e financeira foi negativa, em mais de US\$ 9 bilhões, devido ao pagamento de amortizações a esse organismo multilateral (registrado nas “operações de regularização”), realizado a partir de divisas adquiridas pela autoridade monetária no mercado de câmbio, o que explica o menor resultado global do balanço de pagamentos.

As performances das duas principais contas do balanço de pagamentos – reflexo da evolução da inserção externa no período – estão associadas a algumas “heranças” do segundo governo FHC, como a adoção do regime de câmbio flutuante após a crise cambial de 1998/99, o acordo com o FMI, as desvalorizações cambiais em 2001 e 2002 e o aprofundamento da abertura financeira. Ou seja, diversas heranças estão subjacentes às mudanças na inserção externa nos três últimos anos. Todavia, como enunciado na Introdução, essas mudanças vinculam-se estreitamente ao cenário externo benigno, no âmbito do comércio e das finanças internacionais, vigente no período. A análise da inserção financeira precederá àquela da inserção comercial devido à hipótese, já enunciada na Introdução, de que o grau de abertura financeira e as decisões de alocação de portfólio dos investidores estrangeiros exercem uma influência decisiva nos movimentos da taxa de câmbio nominal, *et pour cause*, da taxa de câmbio real, um dos condicionantes centrais da inserção comercial.

1.1 A inserção financeira

A inserção financeira no governo Lula foi condicionada, essencialmente, por três fatores: o novo ciclo de liquidez internacional para os países periféricos; o regime de câmbio flutuante e a gestão da política cambial no período; e o aprofundamento da abertura financeira. Enquanto o primeiro fator, que podemos denominar de condicionante externo mais geral, foi analisado na SEÇÃO III, a gestão da política cambial – e, especificamente, sua relação com a política monetária – será abordada na SEÇÃO V. Assim, este item dedica-se a: (i) apresentar uma retrospectiva da evolução da abertura financeira no segundo governo FHC (uma das heranças desse governo para o seu sucessor) e no governo Lula; (ii) analisar o comportamento dos fluxos de capitais e do passivo externo no período – que constituem o espelho da inserção financeira; (iii) enfatizar o impacto da inserção financeira sobre o comportamento da taxa de câmbio nominal.

A abertura financeira diz respeito à facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico, envolvendo, assim, tanto a liberalização dos movimentos de capitais quanto a permissão de transações monetárias e financeiras em moeda estrangeira no espaço nacional. O primeiro nível de abertura financeira diz respeito às *inward transactions* – entrada de não-residentes no mercado financeiro doméstico e captação de recursos externos pelos residentes; o segundo nível de abertura financeira refere-se à liberalização das *outward transactions* – saída de capitais pelos residentes e endividamento de não-residentes no mercado financeiro doméstico. Já o terceiro nível

refere-se à conversibilidade interna da moeda, ou seja, à permissão de transações em (ou denominadas em) moeda estrangeira no espaço nacional, como depósitos no sistema bancário doméstico e emissão de títulos indexados à variação cambial. No caso dos países periféricos que não possuem moeda conversível, essa opção resulta geralmente numa dolarização progressiva das economias (Akyüz, 1993²).

A ampliação da abertura financeira da economia brasileira iniciou-se no final dos anos 1980, ainda no governo Sarney, e foi aprofundada nos governos Collor e FHC (nos dois mandatos).³ Essa ampliação envolveu, essencialmente, os dois primeiros níveis de abertura, sendo que a liberalização das *inward transactions* foi bem mais ampla em relação às *outward transactions*. O governo Lula deu continuidade a esse processo, a partir da mesma estratégia adotada nos governos precedentes: a crescente integração financeira entre o país e o exterior nos últimos quinze anos foi promovida de forma *ad hoc*, seja mediante resoluções e circulares do Banco Central, seja por meio de Medidas Provisórias.⁴

Duas medidas no governo Lula destacam-se. Em primeiro lugar, a unificação dos mercados de câmbio livre e flutuante e a extinção da Conta de Não-Residentes (CC5) em março de 2005, que significou uma liberalização adicional das *outward transactions*, ao eliminar os limites para que pessoas físicas e jurídicas convertam reais em dólares e os remetam ao exterior.⁵ Com as mudanças, qualquer residente no país pode efetuar suas remessas diretamente, sem a intermediação das antigas “contas de instituições financeiras não-residentes”, que acabavam sendo utilizadas somente por grandes fortunas dados os elevados custos envolvidos (Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira – CPMF, Imposto sobre Operações Financeiras – IOF, e comissões exigidas pelos bancos).⁶ Na mesma data, a cobertura cambial às exportações foi flexibilizada, com a ampliação dos prazos de retenção de dólares no exterior pelos exportadores, medida que ampliou a conversibilidade da conta corrente do balanço de pagamentos. É importante mencionar que se a proposta de extinção da cobertura cambial, encaminhada ao congresso no início de fevereiro pelos senadores Fernando Bezerra e Renan Calheiros, for aprovada, os exportadores poderão manter suas receitas em dólares em contas em moeda estrangeira no Brasil, o que significará a ampliação do terceiro nível de abertura financeira. Os principais desdobramentos perversos dessa medida são apontados por Sicsú (2006⁷): os fluxos de dólares gerados pelas transações comerciais passaram a se subordinar às mesmas variáveis que guiam os fluxos de capitais (diferencial de juros interno e externo, expectativa de variação da taxa de câmbio e risco de default); e o raio de manobra da política cambial será ainda menor, pois o banco central terá dificuldades de acumular reservas.

² Akyüz, I. *Financial liberalization: the key issues*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 1993. (UNCTAD Discussion Papers, n. 56).

³ Sobre o processo de abertura financeira no período 1989-1999, ver Freitas, M. C. P.; Prates, D. M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências, *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 17, p. 81-111, (2001) e Freitas, M. C. P. (Org.). *Abertura do sistema financeiro no Brasil*. São Paulo: Fundap: Fapesp/Brasília: Ipea, 1999.

⁴ A Lei n. 4.131 de 1961, que regulamenta os capitais estrangeiros no País, permanece intacta. Sua reformulação exigiria um debate no âmbito do congresso nacional sobre o tipo de inserção financeira mais adequada ao País.

⁵ No âmbito do segundo nível de abertura, ainda não foi permitido o endividamento de não-residentes no mercado financeiro doméstico. Esse endividamento amplia a capacidade de alavancagem e, assim, de especulação desses agentes contra a moeda nacional (como mostrou a experiência da Tailândia nas vésperas da crise cambial de 1997).

⁶ Sobre a redução do custo das remessas, ver Camba, D. Remessas sem escala. *Valor Econômico*, 10 mar. 2005, p. B1.

⁷ Sicsú, J. Concepções e riscos do fim da cobertura cambial. *Valor Econômico*, 10, 11 e 12 fev. 2006. p. A12.

Em segundo lugar, em fevereiro de 2006, a Medida Provisória 281 sancionou a concessão de incentivos fiscais aos investidores estrangeiros para a aquisição de títulos da dívida pública interna. A aquisição direta de títulos de renda fixa, públicos e privados, pelos investidores estrangeiros foi permitida em janeiro de 2000 pela Resolução n. 2.689. No entanto, em função da elevada carga tributária (além de Imposto de Renda – IR, IOF e CPMF) e demais custos envolvidos (como as comissões cobradas pelos bancos), bem como da atraente alternativa de aplicar em derivativos vinculados à taxa de juros do real (também permitidos por essa resolução), esses investimentos foram irrisórios (o estoque de títulos públicos detido por investidores externos em janeiro de 2006 totalizava somente US\$ 5 bilhões). O objetivo dessa medida é exatamente reduzir esses custos e, assim, estimular o aumento da demanda por títulos públicos internos pelos investidores estrangeiros.

Quadro 1

Mudanças institucionais relativas à abertura financeira após 1999

Medidas	Descrição	
	Situação Anterior	Situação Atual
Resolução n. 2.689 de 2000	Existiam diversas modalidades de investimento estrangeiro de portfólio no mercado financeiro doméstico, que se diferenciavam em relação ao tipo de instrumento utilizado (entrada direta ou mediante fundos de investimento), à composição da carteira (renda fixa e/ou variável) e ao segmento do mercado de câmbio pelo qual eram realizadas (comercial ou flutuante). Os principais instrumentos eram o Anexo IV (criado em 1991), os Fundos de Renda Fixa Capital Estrangeiro, criados em 1993; e as Contas de não-residentes do mercado de câmbio flutuante (extinto em março de 2005), única modalidade de aplicação que não estava sujeita a restrições quanto ao tipo de aplicação. (em contrapartida, as aplicações através das chamadas CC-5 incorriam em um maior risco cambial - já que as cotações dos mercados comercial e flutuante não eram unificadas - e recebiam o mesmo tratamento fiscal concedido aos residentes no país).	A Resolução n. 2.689 de 26/01/2000 extinguiu as diferentes modalidades de aplicação mediante o então mercado de câmbio comercial e instituiu uma nova modalidade de investimento no mercado financeiro, pela qual os investidores não-residentes têm acesso às mesmas aplicações disponíveis aos investidores residentes. Os investidores, tanto em renda fixa quanto em variável, precisam constituir um representante no país (e um co-representante, se este não for instituição financeira), responsável pela efetivação e atualização do registro bem como pelo fornecimento de informações ao Banco Central e à CVM. O representante também precisa efetuar o cadastramento ou recadastramento, no caso dos investidores dos Anexos I, II e IV.
Unificação dos mercados de câmbio (Resolução 3.265 de 4/03/2005)	Regulamentação da venda de moeda estrangeira para fins de investimento no exterior restrita. No caso de venda ou dissociação do empreendimento externo, o titular devia promover, de imediato, o retorno ao País dos recursos transferidos e era obrigatório o envio ao Banco Central de prestação de contas, comprovação da capitalização dos valores enviados ao exterior e dos documentos a serem apresentados ao banco negociador, da moeda estrangeira, nas operações de investimento direto no exterior.	Permissão para que as pessoas físicas e jurídicas possam comprar e vender moeda estrangeira para fins de aplicação no exterior, sem limitação de valor, diretamente da rede bancária: investimento direto, aplicações no mercado financeiro, aplicações no mercado de capitais e de derivativos. Fim da obrigatoriedade de retorno dos recursos associados à venda de investimento no exterior; esses recursos podem, agora, ser livremente reaplicados no exterior. Também foi eliminada a obrigatoriedade de envio ao Banco Central de qualquer comprovação do documento, nas operações relacionadas a investimento direto no exterior.

Continua...

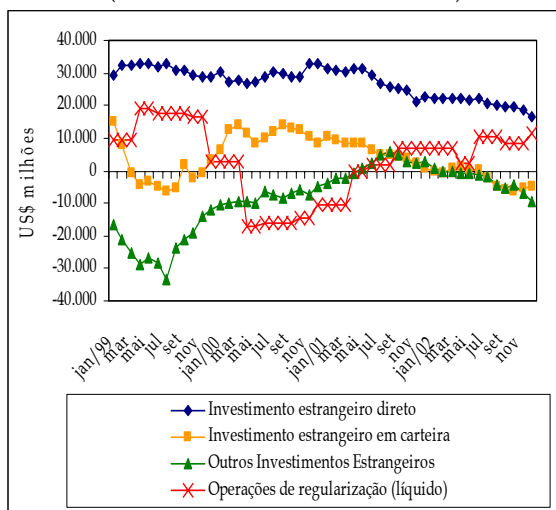
Quadro 1 – Continuação

<p>Incentivos fiscais aos investimentos estrangeiros de portfólio (MP 281 de 15/02/ 2006)</p>	<p>Investidores estrangeiros sujeitos à mesma tributação dos residentes</p>	<p>Reduz ou isenta de Imposto de Renda as aplicações de investidores estrangeiros em títulos públicos e em fundos de capital de risco, a partir da aplicação de uma tabela cuja alíquota é inversamente proporcional ao prazo das aplicações, chegando a zero para aquelas de prazo igual ou superior a dois anos. Também isenta CPMF os investidores estrangeiros e nacionais nas emissões primárias de ações e no aumento de capital de empresas. Os benefícios são restritos aos investidores estrangeiros fiscalmente domiciliados em países em que a tributação sobre ganhos financeiros não seja inferior a 20%.</p>
---	---	--

A ampliação do grau de abertura financeira no segundo mandato do presidente FHC foi um dos condicionantes do desempenho da conta financeira do balanço de pagamentos entre 2003-2005. As medidas adotadas no governo Lula, apesar de recentes, também já surtiram efeitos sobre esse desempenho, como se destacará a seguir na análise da evolução da conta financeira no triênio 2003-2005. Mais uma vez vale destacar que essa evolução reflete a interação da dinâmica da economia internacional no período com o marco institucional referente à abertura financeira, o regime de câmbio flutuante e a gestão cambial e monetária. Todavia, adota-se o ponto de vista de que existe uma hierarquia entre esses fatores: a dinâmica dos fluxos de capitais constituiu o determinante, em última instância desta inserção, enquanto os demais fatores internos – estruturais e macroeconômicos – constituem mediações dos impactos dessa dinâmica sobre a composição dos fluxos de capitais e do passivo externo.

Gráfico 1

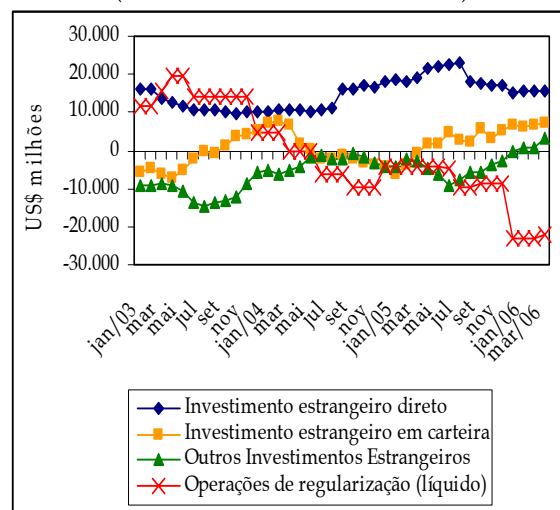
Composição dos fluxos de capitais: 1999-2002
(fluxos acumulados em 12 meses)



Fonte: Bacen. *Séries especiais*. Elaboração própria.

Gráfico 2

Composição dos fluxos de capitais: 2003-2005
(fluxos acumulados em 12 meses)



Fonte: Bacen. *Séries especiais*. Elaboração própria.

A influência da dinâmica da economia internacional sobre a composição dos fluxos de capitais para a economia brasileira após 1999 fica evidente nos Gráficos 1 e 2. Na análise desses fluxos, vale lembrar a lógica diferenciada dos fluxos financeiros vis-à-vis aos fluxos de investimento externo direto (IED) – vinculados às perspectivas de crescimento econômico nos países de origem e de destino, bem como às estratégias das Empresas Transnacionais (ETs). No período 1999-2002, enquanto as condições de liquidez internacional desfavoráveis resultaram na queda dos Investimentos de Portfólio e Outros Investimentos, a retração do crescimento nos países centrais e das operações de fusões e aquisições em âmbito global refletiram-se nos fluxos de investimento externo, que apresentaram tendência de queda após 2001. Nesse contexto, os empréstimos do FMI (contabilizados nas operações de regularização) cumpriram o papel de suprir liquidez em moeda estrangeira a partir de 2000.

No período subsequente – que corresponde aos três primeiros anos do governo Lula – as condições internacionais mais favoráveis, em termos de liquidez e crescimento, resultaram na retomada dos fluxos de capitais voluntários e permitiram o pagamento das operações de regularização com o FMI. O crescimento dos fluxos de IED após 2004 insere-se num movimento de retomada dos fluxos de investimento externo direto para os países periféricos.⁸ Já as duas modalidades de fluxos financeiros têm um movimento mais instável, apresentando uma trajetória de recuperação consistente a partir de 2005: fluxos positivos no caso dos investimentos de portfólio e redução do saldo negativo no caso dos Outros Investimentos (que apresentam ingresso líquido somente em 2006). A seguir, o comportamento dessas duas modalidades é examinado de forma mais detalhada.

O novo ciclo de liquidez internacional que emerge em 2003 teve impacto diferenciado sobre as diferentes modalidades de investimento estrangeiro de portfólio no período 2003-2005 (ver Gráfico 3). Somente as aquisições de ações na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) apresentaram uma recuperação significativa e persistente, que se intensifica em 2005. Nesse ano, 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 –, esses investimentos foram atraídos pelas perspectivas de lucro com as ações negociadas no mercado acionário doméstico e com a apreciação da taxa de câmbio do real. Segundo estudo da Standard & Poors, apesar do crescimento do seu valor de mercado em dólares 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.⁹

No caso das ações negociadas no exterior (os *American Depositary Receipts* – ADRs), as aquisições de ADRs no mercado primário mantiveram-se num patamar estável e baixo (o que explica o pequeno ingresso líquido de divisas), mas o volume negociado com ADRs de empresas brasileiras na Bolsa de Valores de Nova Iorque (mercado secundário) atingiu um valor recorde no primeiro trimestre de 2006 (impulsionado pelas perspectivas de lucro de empresas produtoras de *commodities*, como Petrobrás, CSN e Usiminas), ocupando a posição de liderança nessa bolsa.¹⁰

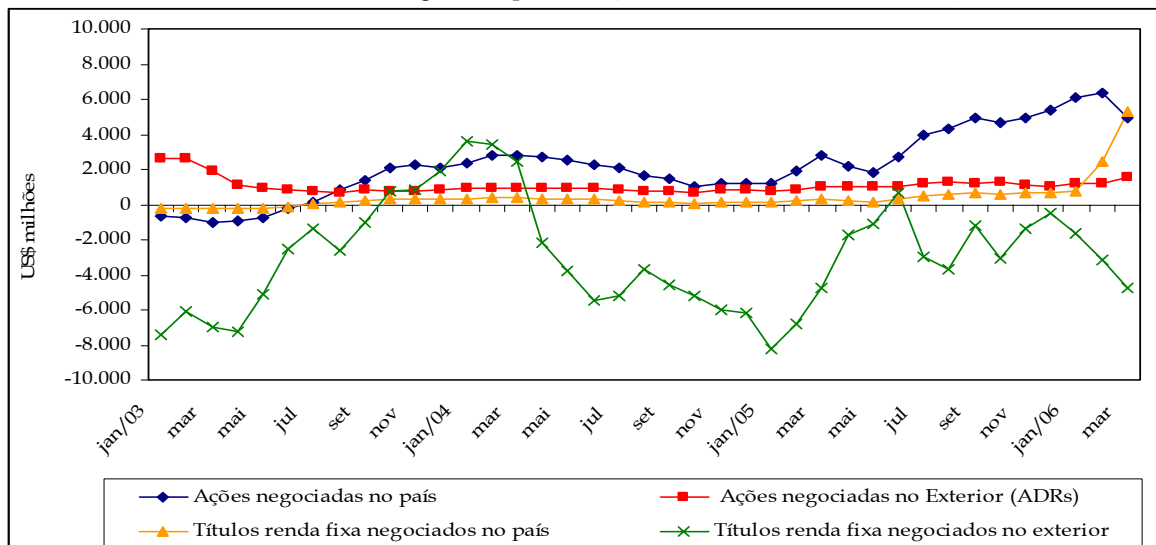
⁸ Ver: Unctad. *World Investment Report*. Genève: United Nations for Trade and Development, 2005a.

⁹ Camargos, D. Preço de banana. *Foco Economia*, 29 jul. 2005, p. 42.

¹⁰ Esse valor atingiu US\$ 61,5 bilhões no primeiro trimestre, contra US\$ 58,1 bilhões do Reino Unido e US\$ 27,3 da China. Ver Silva Júnior, A. ADR do Brasil negocia US\$ 61 bilhões, *Valor Econômico*, 12 abr. 2006. p. C1.

Já as aplicações em títulos de renda fixa negociados no país mantiveram fluxos líquidos praticamente nulos até janeiro de 2006. Todavia, com a edição da MP281 em meados de fevereiro, que concedeu incentivos tributários aos investidores estrangeiros (ver Quadro 1), essa modalidade de investimento de portfólio apresentou uma recuperação significativa e praticamente instantânea (ver Gráfico 3). Ou seja, essa medida revelou-se, num primeiro momento, eficaz na atração dessas aplicações. Essa eficácia está associada à persistência de um contexto de liquidez internacional favorável no primeiro trimestre de 2006, pelo menos para os países emergentes com superávit em transações correntes.¹¹

Gráfico 3
Investimento estrangeiro de portfólio (fluxos acumulados em 12 meses)



Fonte: Bacen. *Séries especiais*. Elaboração própria.

Já a modalidade “emissões líquidas de títulos de renda fixa no exterior” apresentou um comportamento bem mais volátil, com fluxos negativos na maior parte do período. Algumas hipóteses podem ser levantadas para explicar esse comportamento. Como condicionante mais geral, o regime de câmbio flutuante, que desestimulou a demanda por endividamento externo ao implicar maior risco cambial e custo de hedge potencialmente mais elevado. Ademais, essa demanda também deve ter sido abalada pelas três crises cambiais que eclodiram num curto intervalo de tempo (1999, 2001 e 2002), pela percepção da dinâmica volátil do mercado financeiro internacional (caracterizada por mini-ciclos de “*feast or famine*”¹²) e pelo ambiente de estagnação econômica que predominou nos últimos anos. Do ponto de vista das instituições financeiras, em momentos de elevado diferencial de juros e expectativa de valorização cambial, a alta rentabilidade

¹¹ Os países com déficit em transações correntes, como México e Turquia, enfrentaram desvalorizações cambiais nesse período, como reflexo de movimentos especulativos de investidores externos, o que pode ser sintoma de perda de fôlego desse contexto.

¹² Como ressaltam Farhi e Prates (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”. Ver Farhi, M.; Prates, D. M. *Economias emergentes e ciclos de liquidez*. Trabalho apresentado no IV Colóquio Latino-americano de Economistas Políticos, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2004.

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 menores taxas de rolagem e, assim, para a queda da dívida externa em 2004 e 2005. Além disso, a apreciação do Real desde 2004 certamente estimulou empresas e bancos a quitarem parte de seu endividamento externo.

A contração do endividamento securitizado foi acompanhada pelo surgimento de novas modalidades de captação, viabilizadas pelo contexto de elevado apetite por risco.¹³ Em 2005, vários bancos e empresas residentes emitiram os chamados bônus perpétuos no mercado internacional de capitais. Como o próprio nome diz, esses títulos não têm prazo de vencimento, mas podem ser resgatados pelo emissor a partir do quinto ano. Em contrapartida, embutem um maior risco para o aplicador devido à sua forma de contabilização: são classificados como dívida subordinada que, em caso de falência, é a última a ser paga. Ademais, a liquidez abundante e a queda dos *spreads* exigidos dos emissores brasileiros nesse contexto também abriram espaço para operações de administração de passivo (troca de dívida antiga mais cara por dívida nova, de menor custo) e de pré-financiamento das necessidades de recursos (mediante não somente colocações de títulos, mas também empréstimos sindicalizados), diante do receio de deterioração das condições de liquidez internacional em 2006.¹⁴ As três tendências – emissão de bônus perpétuos, administração de passivos e adiantamento de captações – se mantiveram no primeiro trimestre desse ano.¹⁵ Já em abril, informações preliminares revelam que o mercado de eurobônus para emissores brasileiros e dos mercados emergentes em geral perdeu fôlego, devido à volatilidade de preços e à alta dos títulos do tesouro norte-americano de dez anos. No caso dos títulos perpétuos, o excesso de emissões nos meses precedentes parece ter provocado uma saturação do mercado.¹⁶

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 reais emitidos no mercado internacional. É interessante observar que a “receptividade” crescente dos investidores globais por títulos denominados nas respectivas moedas dos países emergentes emissores coincidiu com o estreitamento dos *spreads* nos títulos denominados em dólares, fenômeno também observado no biênio 1996-1997 – por sinal, pico do ciclo de liquidez dos anos 1990.¹⁷ 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

13 A busca por rentabilidade também estimulou a estruturação de operações cada vez mais complexas e alavancadas no âmbito dos países centrais. 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. *Quarterly Review*, Basle, Bank of International Settlements, Sept. 2005.

14 Ver Lucchesi, C. P. Companhias pré-pagam dívidas e trocam por operações mais baratas, *Valor Econômico*, 30 jan. 2006, p. C1; Lucchesi, C. P. Pré-financiamento traz volume recorde, *Caderno Valor Especial*, Captações externas, 7 mar. 2006, p. F1.

15 Ver Lucchesi, C. P. Captações de US\$ 6,1 bi no trimestre, *Valor Econômico*, 13, 14, 15, 16 abr. 2006, p. C1.

16 Ver Lucchesi, C. P. Mercado para emissores brasileiros dá sinais de fraqueza. *Valor Econômico*, 28, 29, 30 abr. 2006, p. C12.

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

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, em meados de setembro de 2005, 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.¹⁸

Em 2005, as condições de liquidez favoráveis possibilitaram, igualmente, a realização de operações de administração de passivo pelos governos de vários países emergentes. No Brasil, o setor público seguiu o caminho do México e do Chile¹⁹ e aproveitou essas condições para reestruturar sua dívida externa,²⁰ reduzir o endividamento líquido do setor público e pré-financiar compromissos externos de 2006.²¹ Em 2006, essa estratégia teve continuidade, com o anúncio no dia 9 de fevereiro do programa de médio prazo de uso de reservas internacionais para recompra de títulos brasileiros em circulação no mercado internacional, implementado pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central do Brasil como seu agente financeiro. O governo pretende recomprar US\$ 20 bilhões até dezembro de 2006 entre bônus *bradies* e títulos vencimento até 2010. No caso dos títulos que vencem até 2010, a gradual efetivação do programa de recompra dependerá de condições de mercado a cada momento.²² Já a operação de recompra do estoque de *bradies* remanescente no mercado, no valor de US\$ 6,6 bilhões, foi concluída no dia 19 de abril. Foram utilizados US\$ 5,8 das reservas internacionais e US\$ 840 milhões adquiridos pelo Tesouro no mercado de câmbio; mas o gasto efetivo de recursos será inferior, pois será liberado US\$ 1,4 bilhão em garantias dos *bradies*. Considerando essa operação, o governo adquiriu US\$ 10,2 bilhões, ou seja, já cumpriu mais da metade da meta anunciada em fevereiro.²³ A intenção do governo com essas operações é reduzir o custo da dívida externa, já que estes títulos foram emitidos quando o risco-Brasil era muito alto e, assim, embutem elevados prêmios de risco.

18 A emissão soberana, realizada dia 19 de setembro de 2005, 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. Brasil lança primeiro eurobônus em reais. *Valor Econômico*, 20 set. 2005. p. C1).

19 Por exemplo, o México pré-financiou todos os seus compromisso externos de 2006 e 2007. Ver IMF. *Global Financial Stability*. Washington, DC: International Monetary Fund, Sept. 2005.

20 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.

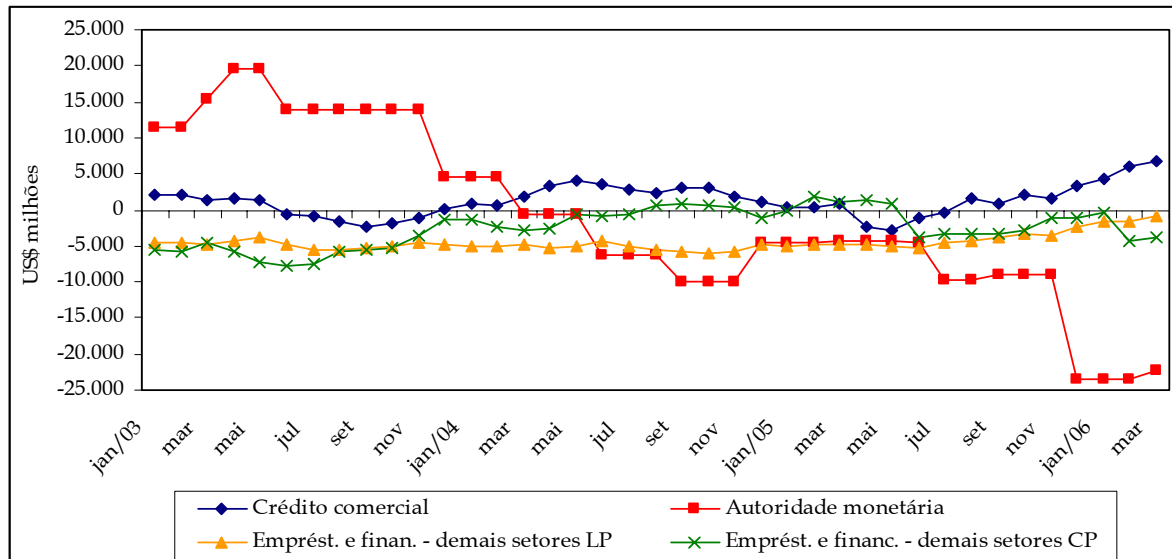
21 Esta estratégia foi perseguida mediante a aquisição de divisas no mercado de câmbio (pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional por intermédio do Banco do Brasil) e a emissão de títulos soberanos em março e setembro de 2005.

22 Este programa tem por objetivo reduzir o fluxo de pagamento do serviço (principal e juros) da Dívida Pública Mobiliária Federal Externa (DPMFe), seguindo à diretriz de redução do percentual desta dívida vincendo em 12 meses e da participação da dívida cambial na Dívida Pública Federal definida nos Planos Anuais de Financiamento do Tesouro Nacional desde 2003. O Banco Central do Brasil informará mensalmente os valores utilizados e os títulos cancelados. Os títulos adquiridos pelo Banco Central do Brasil são transferidos ao Tesouro Nacional e periodicamente cancelados. Operacionalmente, os títulos estão sendo adquiridos com recursos oriundos das reservas internacionais brasileiras, comprados pelo Tesouro Nacional junto ao Banco Central do Brasil.

23 Ver Ribeiro, A. País planeja resgatar US\$ 20 bilhões este ano. *Valor Econômico*, 19 abr. 2006. p. C2.

No caso da modalidade “Outros Investimentos”, os pagamentos ao FMI explicam a trajetória cadente dos empréstimos à autoridade monetária (ver Gráfico 4). Simultaneamente, os créditos comerciais recuperaram-se diante do crescimento das exportações (ver item 1.2) e da busca de operações rentáveis pelos bancos internacionais dada a queda dos lucros nos países centrais.

Gráfico 4
Outros investimentos (fluxos acumulados em 12 meses)



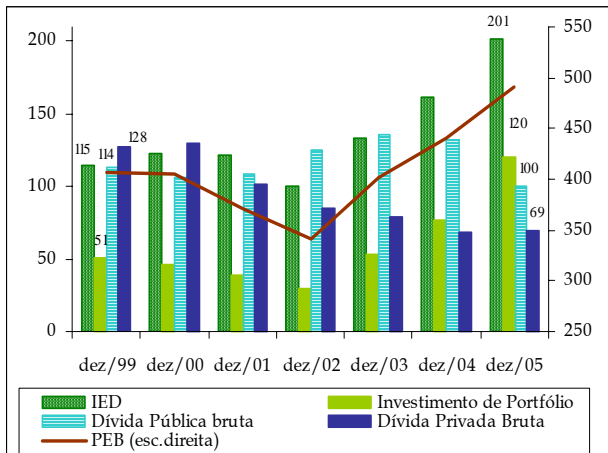
Fonte: Bacen. *Séries especiais*. Elaboração própria.

Já os “empréstimos e financiamentos de longo prazo” recuperaram-se ligeiramente no final de 2005 e início de 2006, devido ao crescimento dos empréstimos bancários sindicalizados (observado para as economias emergentes em geral, segundo o BIS, 2005). Na América Latina e no Brasil, as empresas dos setores de *commodities*, que usufruíram “*windfall gains*” devido à alta recente dos preços, foram especialmente favorecidas. Todavia, essa tendência não se refletiu em ingresso líquido de recursos (ver Gráfico 4).

O comportamento dos fluxos de capitais no triênio 2003-2005 refletiu-se no volume e na composição do passivo externo da economia brasileira. Chama a atenção tanto o crescimento desse passivo como a mudança na sua composição. Esse crescimento decorreu do ingresso líquido de investimentos externos direto e de portfólio, que ampliaram os estoques de ativos produtivos e financeiros detidos pelos não-residentes no Brasil (ver Gráficos 5 e 6). A apreciação da moeda doméstica desde 2003 contribui, igualmente, para essa ampliação, já que esse estoque é contabilizado em dólares. No caso dos investimentos de portfólio, a valorização das ações negociadas na Bovespa atuou no mesmo sentido. É importante destacar que o aumento do grau de internacionalização produtiva e financeira da economia brasileira nesse período foi acompanhado pelo crescimento dos investimentos brasileiros no exterior (diretos e de portfólio) num ritmo superior ao observado nos anos 1990, mas insuficiente para neutralizar esse aumento, o que explica o menor crescimento daqueles estoques em termos líquidos.

Gráfico 5

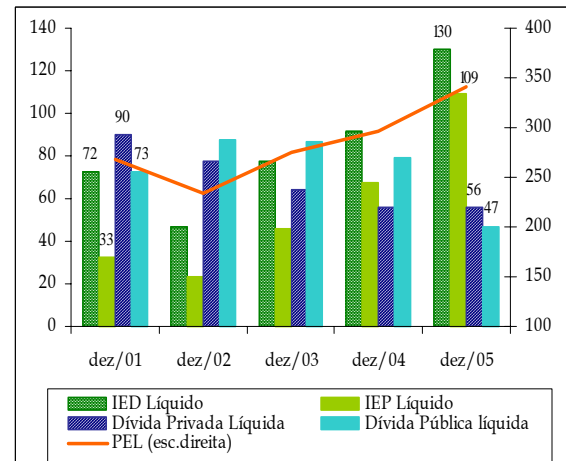
Passivo externo bruto (US\$ bilhões)



Fonte: Bacen. *Séries especiais*. Elaboração própria.

Gráfico 6

Passivo externo líquido (US\$ bilhões)

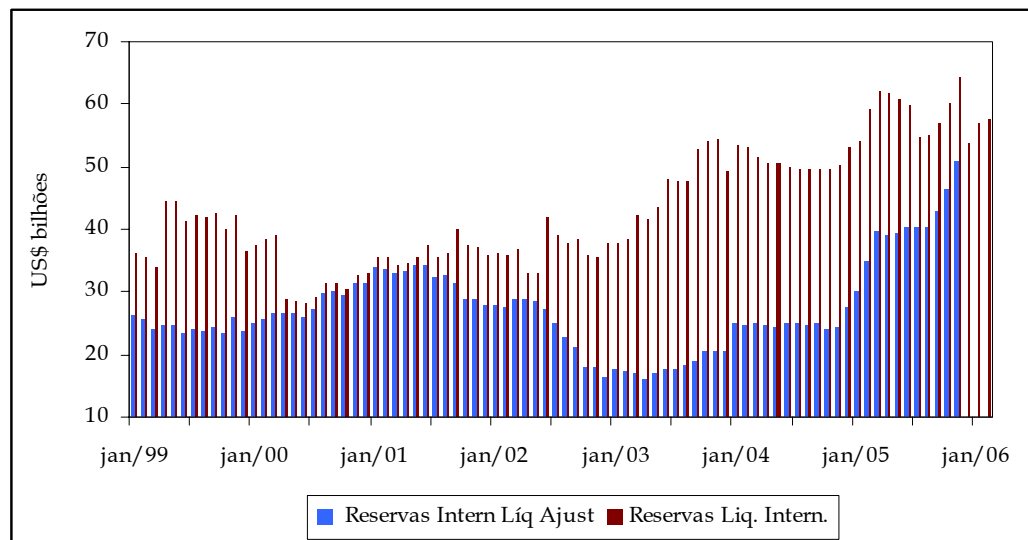


Fonte: Bacen. *Séries especiais*. Elaboração própria.

A evolução da dívida externa, que constituía o principal componente do passivo externo em 1999, apresentou uma tendência contrária. Enquanto as emissões líquidas negativas de títulos no exterior na maior parte do período e a quitação de empréstimos bancários resultaram na queda do estoque da dívida externa privada bruta, a estratégia de recompra da dívida externa e o pagamento dos empréstimos ao FMI explicam a redução da dívida externa pública. No caso dessa dívida, a diferença significativa entre os conceitos bruto e líquido (US\$ 100 bilhões versus US\$ 47 bilhões em dezembro de 2005) corresponde ao estoque de reservas internacionais (ver Gráfico 7).²⁴

Gráfico 7

Reservas internacionais



Nota: As reservas internacionais líquidas ajustadas correspondiam às reservas internacionais no conceito de liquidez internacional menos os empréstimos do FMI, que foram quitados integralmente no final de 2005.

Fonte: Bacen. *Séries especiais*. Elaboração própria.

²⁴ No caso da dívida privada, a diferença de US\$ 13 bilhões entre os conceitos bruto e líquido corresponde aos haveres dos bancos comerciais no exterior.

Como resultado dessas tendências, em dezembro de 2005, a dívida externa total (pública e privada) somava US\$ 103 bilhões, valor inferior aos estoques de investimento externo direto (US\$ 130 bilhões) e de portfólio (US\$ 109 bilhões).

Finalmente, a análise da inserção financeira da economia brasileira não pode deixar de mencionar a existência de uma outra modalidade de investimento de portfólio, que tem a especificidade de não ser captada pela contabilidade do balanço de pagamentos, qual seja: as aplicações dos investidores estrangeiros nos mercados de derivativos domésticos, permitida na gestão Armínio Fraga Neto na presidência do Banco Central (ver Quadro 1). Como detalhado na SEÇÃO III deste boletim, o crescimento dessas aplicações e das posições nos mercados *offshore* de Real foi decisivo no movimento de apreciação da moeda nacional em 2005²⁵ (já que os movimentos nos mercados futuros se transmitem ao mercado à vista devido às operações de arbitragem). 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. Esse diferencial também induziu a ampliação das posições vendidas em moeda estrangeira pelos bancos atuantes no mercado de câmbio brasileiro em 2005, que adicionaram pressões baixistas à cotação do Real. O ingresso líquido de divisas no mercado de câmbio à vista ao longo de 2004 e 2005 (associado aos superávits comerciais e aos fluxos de capitais voluntários),²⁶ apesar de positivo, não seria suficiente para provocar uma apreciação na magnitude observada desde meados de 2004 (ver Tabela 2).

Tabela 2

Mercado à vista de câmbio (US\$ bilhões)

Período	Operações com clientes no país			Posição dos Bancos	
	Comercial	Financeiro	Saldo	Comprada	Vendida
2004.I	7860	-3523	4337		1346
2004.II	12298	-9645	2654	812	
2004.III	8596	-6681	1915		598
2004.IV	7 918	- 4 899	3019		1368
2004	36 672	- 24 747	11925		1368
2005.I	10 076	- 1 271	8805		3076
2005.II	13 075	- 12 626	449		2667
2005.III	13 448	- 12 720	728		1938
2005.IV	15 174	- 5 846	9328		4111
2005	51 773	- 32 463	19310		4111
2006.I	13 622	4 070	17692	5603	

Fonte: Bacen.

²⁵ 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 V).

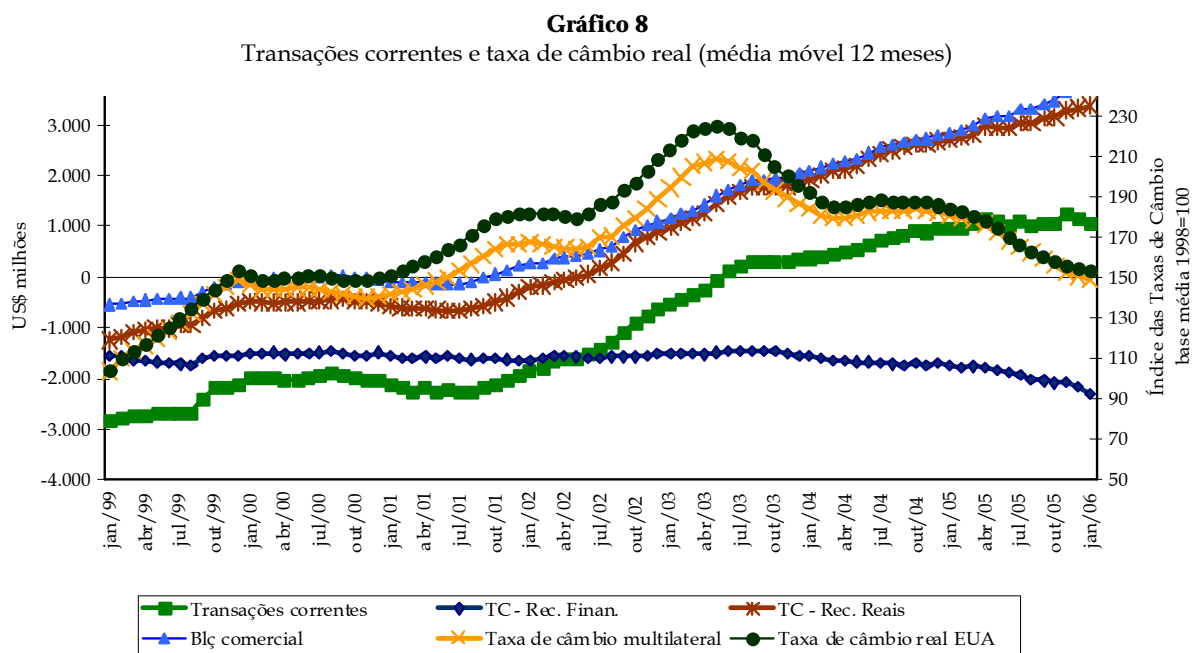
²⁶ Além do superávit em transações correntes (ancorado na balança comercial), os fluxos de capitais voluntários, registrados na conta financeira, contribuíram igualmente para a abundância de divisas. Como já ressaltado, o resultado desta conta somente foi deficitário devido aos pagamentos ao FMI no âmbito das operações de regularização e às compras de divisas pelo Tesouro Nacional no mercado de câmbio por intermédio do Banco do Brasil. Estas compras 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).

A menção dos volumes negociados com derivativos de taxa de câmbio na BM&F contribui para esclarecer o papel dessas transações virtuais no comportamento dessa taxa. Por exemplo, em março de 2006, último dado disponível, o valor nominal desses derivativos na BM&F totalizou US\$ 256,4 bilhões, contra cerca de US\$ 12 bilhões no mercado à vista (dos quais US\$ 6,2 bilhões são negociados no pregão da BM&F).²⁷

O movimento de apreciação nominal do Real transmitiu-se para a taxa de câmbio real, um dos condicionantes centrais do desempenho da balança comercial das economias (ver item 1.3). Como a manutenção desta taxa num patamar competitivo (bem como a contenção da sua volatilidade nominal) constitui uma variável-chave para a obtenção de uma inserção comercial virtuosa, vários países periféricos têm perseguido uma gestão cambial mais intervencionista após a adoção do regime de câmbio flutuante. O desafio consiste em evitar que a trajetória da taxa de câmbio nominal, induzida pelo comportamento dos fluxos de capitais, comprometa o desempenho da balança comercial, ampliando a fragilidade externa das economias. Pode-se afirmar que a experiência brasileira recente é elucidativa dos desafios enfrentados pelas autoridades monetárias dos países periféricos na gestão da política cambial num ambiente de elevada mobilidade de capitais.

1.2 A inserção comercial

A característica mais aparente da inserção comercial nos três primeiros anos do governo Lula foi a obtenção de superávits crescentes na balança comercial, que foram suficientes para garantir resultados positivos nas transações correntes (ver Gráfico 8).



Fonte: Bacen.

²⁷ Informações disponíveis no site da BM&F <www.bmf.com.br>.

Essa balança passou a registrar sinal negativo após o Plano Real, cujos pilares foram o regime de câmbio administrado e o contexto de abertura comercial. Este plano foi eficaz no controle da inflação, a partir do uso da chamada “âncora cambial”, mas, em contrapartida, resultou numa valorização ininterrupta da taxa de câmbio real – dada a lenta convergência entre os preços externos e internos – que gerou desequilíbrios comerciais crescentes.

Num primeiro momento, estes desequilíbrios coincidiram com a fase de “*feast*” do ciclo de liquidez dos anos 1990 (ver SEÇÃO III) e foram financiados pelo ingresso de recursos externos, atraídos pelo diferencial positivo entre os juros internos e externos. Todavia, quando esta fase foi substituída pela de “*famine*”, após as crises asiática e russa, este diferencial – por sinal, crescente – revelou-se insuficiente para deter o ataque especulativo contra o Real. Este ataque, que se iniciou no quarto trimestre de 1998, teve como desfecho a crise cambial de janeiro de 1999 – que resultou em desvalorização da moeda doméstica – e a substituição do regime de bandas cambiais pelo câmbio flutuante.

Nos dois primeiros anos após a mudança do regime cambial, a resposta das exportações e das importações à taxa de câmbio desvalorizada foi tímida. No biênio 2001-2002, o novo patamar da taxa de câmbio num contexto de desaceleração da demanda doméstica surtiu efeitos mais expressivos sobre a balança comercial devido, sobretudo, à redução das importações.²⁸ A partir de 2003, as exportações iniciaram uma trajetória consistente de crescimento, que se transmitiu ao saldo graças às taxas de crescimento inferiores das importações (a resposta aparentemente tardia das exportações ao estímulo cambial será analisada a seguir). Assim, o co-movimento, mesmo que com algum *lag*, entre a taxa de câmbio real e o saldo comercial foi mais uma vez observado, como previsto pela teoria econômica e observado por vários estudos empíricos²⁹ (ver Gráficos 9 e 10). Ou seja, o governo Lula recebeu os “bônus” da mudança cambial (uma das “heranças” do segundo governo FHC), sem arcar com os seus “ônus” (como a deterioração do poder de compra dos trabalhadores).

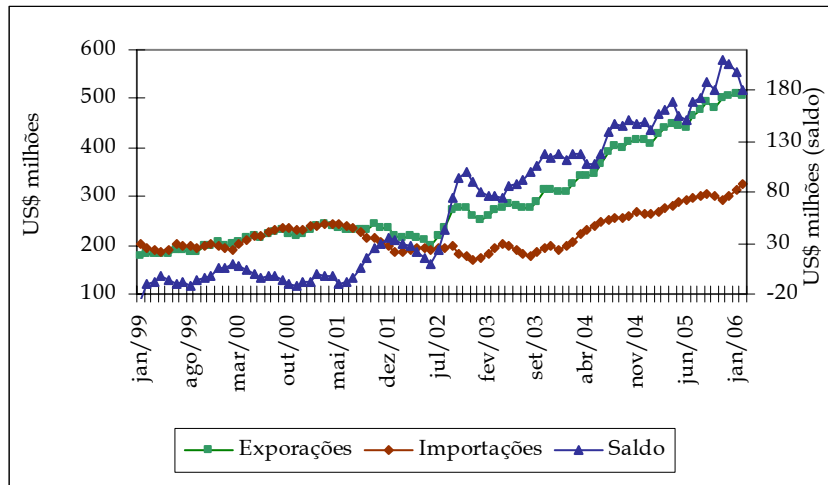
Todavia, a partir de 2003, os superávits comerciais crescentes são acompanhados por uma tendência quase ininterrupta de queda da taxa de câmbio real, ou seja, de apreciação da moeda doméstica (ver Gráfico 8). Num primeiro momento, era de se esperar alguma apreciação do Real, como reflexo da reversão do *overshooting* cambial de 2002 num contexto de liquidez internacional mais favorável, que se instaura em 2003 (ver SEÇÃO III). Contudo, a partir de então, a apreciação da taxa de câmbio nominal – que se transmitiu à taxa real – não esteve associada somente ao ingresso líquido de divisas no mercado de câmbio à vista, mas também ao patamar anômalo da taxa de juros básica que condicionou movimentos especulativos nos mercados derivativos financeiros de ativos brasileiros, como mencionado no item 1.1. Ademais, é este patamar que acaba impondo sérios constrangimentos à compra de divisas pela autoridade monetária, ao elevar o custo das operações de esterilização, reduzindo o raio de manobra do banco central brasileira na gestão cambial.

²⁸ Alguns estudos fornecem indícios de que houve um processo de substituição de importações nesse período. Essa questão será retomada no final desse item.

²⁹ Ver Holland, M.; Xavier, C. L. Dinâmica e competitividade setorial das exportações brasileiras: uma análise de painel para o período recente. *Economia e Sociedade*, v. 14, n. 1, p. 85-108, 2005; Marçal, E. F.; Monteiro, W. O.; Nishijima, M. Saldos comerciais e taxa de câmbio real: uma nova análise do caso brasileiro. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 33, 2005. *Anais...* Belo Horizonte: ANPEC - Associação Nacional dos Centros de Pós-graduação em Economia, 2005.

Gráfico 9

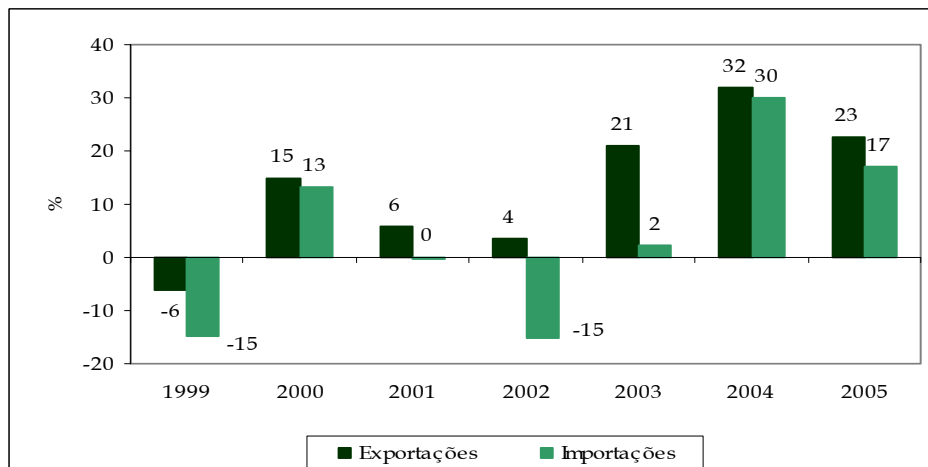
Saldo comercial dessazonalizado (média móvel 3 meses)



Fonte: MDIC. Elaboração própria.

Gráfico 10

Taxa de crescimento das exportações e importações



Fonte: MDIC. Elaboração própria.

O fato da taxa de câmbio real ter acompanhado, praticamente *pari passu*, a taxa de câmbio nominal nos dois critérios utilizados, revela a interdependência entre os dois fenômenos (ver Gráfico 11). Na análise desta interdependência, vale lembrar a fórmula de cálculo da taxa de câmbio real (e): $e = E_{R\$/US\$} \cdot (P_{ext.US\$/Pint.R\$})$. Ou seja, essa taxa é o resultado da interação entre a taxa de câmbio nominal ($E_{R\$/US\$}$) e a razão entre os preços externos (medidos em dólares) e os preços internos (medidos em reais). 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, como soja e derivados, minério de ferro e aço (ver SEÇÃO III). Se o aumento da razão (P_{ext}/P_{int}), entendida como uma *proxy* dos termos de troca,³⁰ não fosse neutralizado pela queda da taxa de câmbio

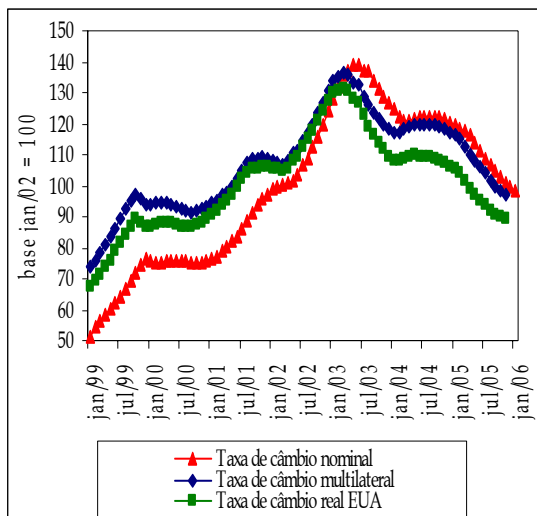
³⁰ Os termos de troca do país consistem na relação entre os preços das exportações e os preços das importações.

nominal (E), esses ganhos não seriam absorvidos – na forma de aumento do poder de compra dos salários. A consequência seria a alta dos índices de preços internos,³¹ ou seja, a inflação interna se converteria no mecanismo de ajuste, neutralizando o aumento dos preços externos.

Este argumento, contudo, não parece sustentável. Apesar da economia brasileira ter se beneficiado de ganhos de termos de troca nos últimos anos, de acordo com cálculos da Unctad (2005b³²) esses ganhos foram de somente 3,0% entre 2002-2004. O índice de termos de troca, calculado a partir dos índices de preços das exportações e importações da Funcex, corrobora esse resultado. Como revela o Gráfico 12, este índice recuperou-se após o ano 2000, mas os ganhos de termos de troca a partir de então foram tímidos. A maior diversificação da pauta exportadora em direção a bens manufaturados e a composição da nossa pauta de importação explicam, em grande parte, o pior desempenho dos termos de troca da economia brasileira em relação aos demais países da América Latina no ciclo recente de preços das *commodities* (segundo a Unctad, no caso do Chile, Peru, Venezuela e Argentina esses ganhos superaram 10% entre 2002 e 2004).

Gráfico 11

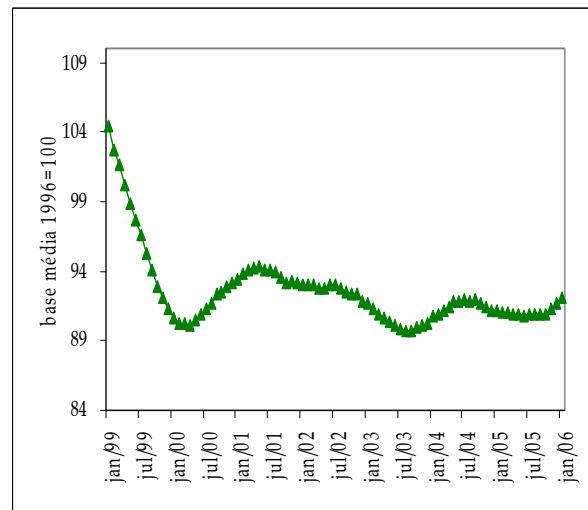
Taxas de câmbio nominal e real



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

Gráfico 12

Termos de troca (média móvel 12 meses)



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

A alta recente das cotações de diversas *commodities* exportadas pelo Brasil constitui, por sua vez, um dos fatores explicativos para a relação *sui generis* entre saldo comercial e taxa de câmbio real observada nos três primeiros anos do governo Lula. Esta alta constitui uma das dimensões do “choque externo benigno” que beneficiou as exportações brasileiras neste período, ao lado da expansão real do comércio mundial. Essas duas dimensões, por sua vez, se auto-reforçaram e estão estreitamente vinculadas ao crescimento econômico dos Estados Unidos e da China (ver Seções II e III).

³¹ Este tipo de argumento foi defendido recentemente pelo diretor do Banco Central Afonso Bevilaqua. Ver Ribeiro, A. Para Bevilaqua, juros altos não valorizam real. *Valor Econômico*, 30 set. 2005. p. C2.

³² Ver Unctad. *Trade and Development Report*. Genève: United Nations for Trade and Development, Sept. 2005b. cap. 3

A análise da pauta de exportação por classe de produto em termos de preço e quantum contribui para elucidar a contribuição dos dois componentes do “choque externo benigno” sobre as exportações, bem como para esclarecer a resposta lenta do saldo comercial à desvalorização de 1999. No triênio 2003-2005, tanto a alta dos preços como o crescimento do quantum contribuíram para a performance positiva das exportações, sendo que a influência deste último foi maior no total das exportações. Já no período 1999-2002, o comportamento dessas duas variáveis foi divergente: enquanto o quantum expandiu-se, o comportamento dos preços foi desfavorável (ver Gráficos 13 e 14).

Gráfico 13

Exportações: variações preço, quantum e valor

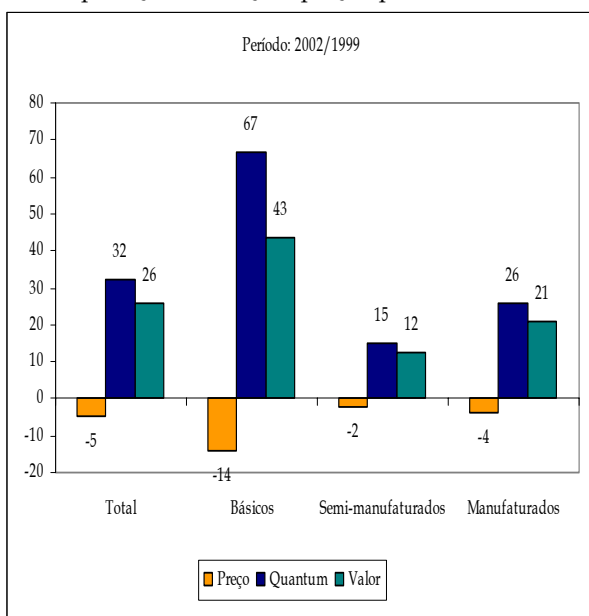
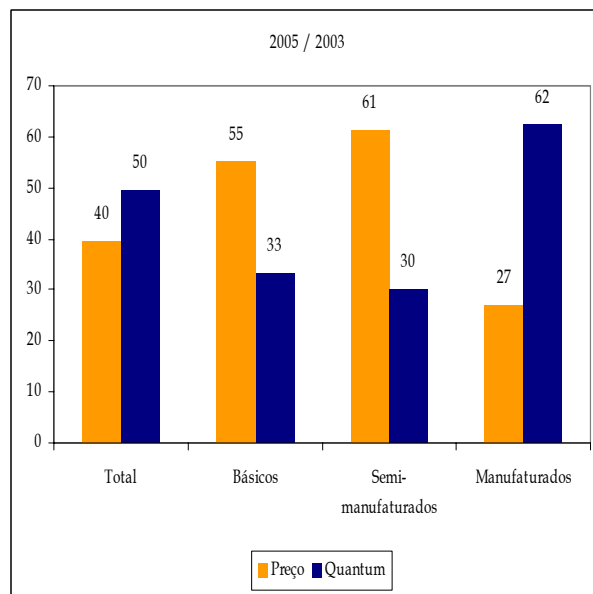
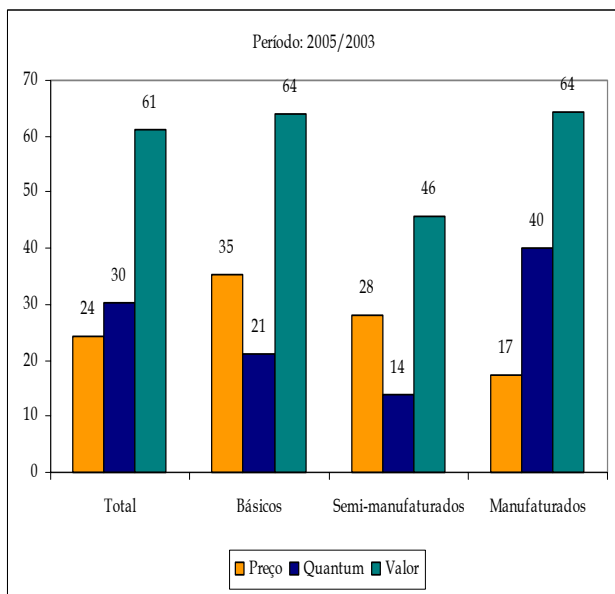
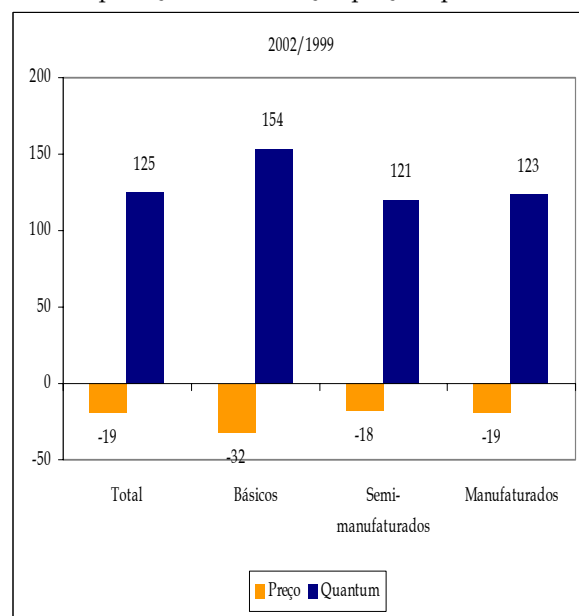


Gráfico 14

Exportações: contribuição preço e quantum



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Considerando as três classes de produto, a resposta das duas variáveis foi heterogênea nos dois subperíodos. No caso dos básicos, o desempenho do quantum é mais favorável no primeiro período, mas a queda dos preços neutralizou em parte este desempenho. Como ressaltam Markwald e Ribeiro (2005³³), o boom exportador desses produtos precedeu o período normalmente considerado (pós-2003) e não foi percebido com clareza devido a essa queda. Nos semimanufaturados, como a expansão do quantum foi semelhante nos dois subperíodos, a melhor performance após 2003 decorreu, igualmente, do comportamento dos preços. Assim, no âmbito dos produtos básicos e semimanufaturados, não houve resposta tardia do quantum exportado à desvalorização cambial de 1999. O pequeno crescimento do volume das vendas externas entre 1999 e 2002 decorreu da redução dos preços.

Já no caso das exportações de manufaturados, a expansão do quantum foi mais expressiva no segundo subperíodo (40% contra 26%) e constituiu o principal determinante do crescimento do seu valor. Assim, somente para essa classe de produto houve uma certa defasagem da reação das quantidades exportadas ao estímulo cambial de 1999. Este comportamento diferenciado está associado às particularidades dos setores de bens manufaturados em relação à estrutura de mercado e à formação de preços. Como esses bens não são *commodities* e, assim, não têm preços fixados no mercado internacional (salvo algumas exceções), a concorrência via preço é importante. Isto quer dizer que as sucessivas desvalorizações da moeda doméstica (1999, 2001 e 2002) significaram aumento da competitividade nesses setores, o qual surtiu efeito sobre o quantum exportado após um certo *lag* devido tanto aos maiores custos iniciais do redirecionamento das vendas para os mercados externos, como aos efeitos mais perversos da apreciação ininterrupta de taxa de câmbio real entre 1994 e 1998 sobre a sua competitividade.

As decisões estratégicas das empresas residentes, nacionais e estrangeiras, de direcionar para o exterior uma parcela relevante de sua produção de manufaturas surtiram efeito sobre o quantum, sobretudo, após 2002. Além daquelas desvalorizações, essas decisões também foram estimuladas 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).³⁴ Apesar da instalação de novas firmas nesse período, atraídas pelo estímulo cambial, e da ampliação do número de empresas exportadoras, de acordo com o estudo de Markwald e Ribeiro (2005) as grandes empresas que já atuavam no comércio exterior (mesmo que marginalmente) foram responsáveis por 75% do crescimento das exportações no período 1998-2004.

A reação mais expressiva do quantum exportado de bens manufaturados no período 2003-2005 também esteve diretamente associada à retomada do crescimento da economia internacional a partir de 2002, sob liderança dos Estados Unidos e dos países asiáticos, com destaque para a China (ver Seções I e II). O “engate” da economia brasileira no ciclo recente de expansão da economia e do comércio mundiais foi favorecido, por sua vez, pela diversificação geográfica das exportações

³³ Markwald, R.; Ribeiro, F. Análise das exportações brasileiras sob a ótica das empresas, produtos e mercados, *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, n. 85, p. 3-20, 2005.

³⁴ Ver Mendonça de Barros, L. C. O macro e o micro na economia brasileira. *Folha de São Paulo*, 15 out. 2004. p. B2; Balbi, S. Múltis usam país como base exportadora. *Folha de São Paulo*, 17 out. 2004. p. B1.

brasileiras em direção aos mercados não-tradicionais, em curso desde 1998³⁵ (ver Tabela 3). Assim, ao mesmo tempo em que os Estados Unidos continuam sendo um importante mercado de destino das nossas vendas externas, a China e os demais países da região Ásia-Pacífico, outro pólo neste ciclo, passam de uma participação de somente 5,1% em 1998 para 10,6% em 2005 nessa vendas (por sinal, a mesma tendência é observada para a América do Sul – ver SEÇÃO III).³⁶

Tabela 3
Mercado de destino das exportações

	Destino das exportações (%)					Var. na particip.(%)	
	1998	1999	2002	2003	2005	1999-2002	2003-2005
Mercados tradicionais	79,3	78,7	71,5	69,5	67,2	-7,3	-2,3
Mercosul	17,4	14,1	5,5	7,8	9,9	-8,6	2,2
União Européia (15)	28,8	28,6	25,0	24,8	22,4	-3,6	-2,4
Japão	4,3	4,6	3,5	3,2	2,9	-1,1	-0,2
CAN	4,7	3,7	4,4	3,3	4,9	0,8	1,6
México	2,0	2,2	3,9	3,8	3,4	1,7	-0,3
Estados Unidos + Canadá	20,1	23,7	26,7	24,2	20,6	3,1	-3,6
Chile	2,0	1,9	2,4	2,6	3,1	0,6	0,5
Mercados não tradicionais	19,7	19,8	27,0	29,0	31,0	7,2	2,1
China	1,8	1,4	4,2	6,2	5,8	2,8	-0,4
MCCA+CARICOM	0,8	0,9	1,7	1,8	3,1	0,8	1,3
Asia-Pacífico	3,3	4,0	4,7	4,6	4,8	0,7	0,2
África	3,2	2,8	3,9	3,9	5,1	1,1	1,1
Europa Oriental	2,3	2,5	2,9	3,1	3,3	0,5	0,2
Oriente Médio	3,2	3,1	3,9	3,9	3,6	0,8	-0,2
Resto do mundo	5,1	5,2	5,7	5,6	5,5	0,6	-0,1
Provisão de navios	1,0	1,5	1,5	1,5	1,7	0,1	0,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		

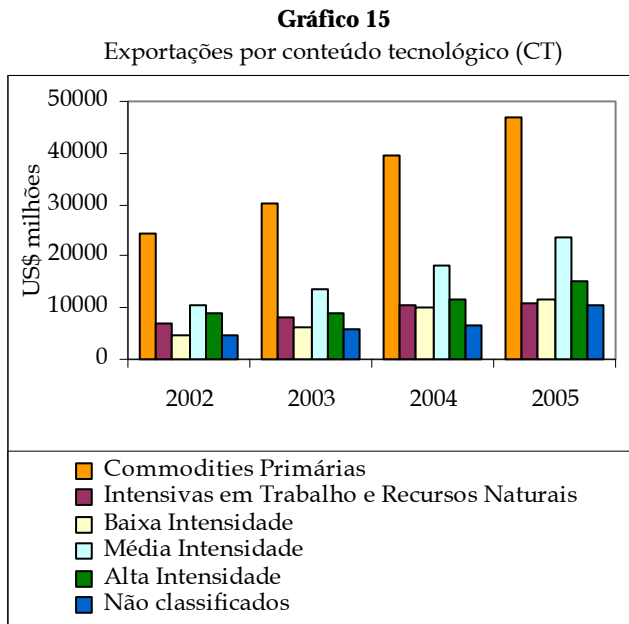
Fonte: MDIC. Elaboração própria.

Um retrato completo da inserção comercial da economia brasileira no triênio 2003-2005 requer, igualmente, a análise do perfil desta inserção (saldo, das exportações e das importações) de forma mais desagregada. Para tanto, serão utilizados dois tipos de dados: por conteúdo tecnológico e setorial. A questão que se coloca é se houve alterações significativas neste perfil, de acordo com os dois critérios utilizados. Uma atenção especial será concedida às exportações, dado seu papel central para a geração dos superávits comerciais no período.

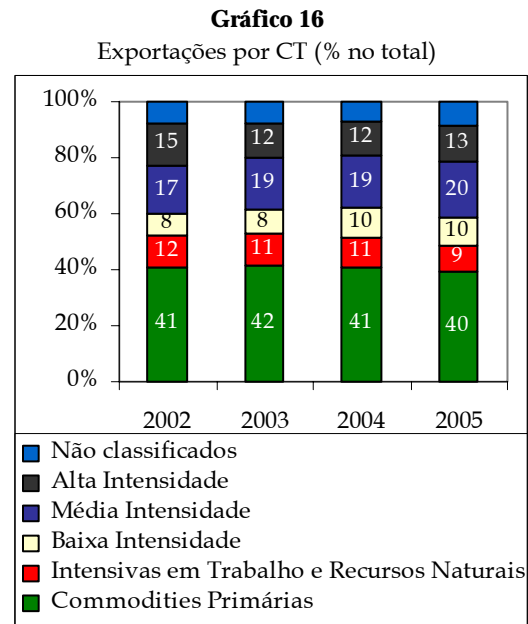
35 Como destacam Markwald e Ribeiro (2005), a diversificação geográfica das nossas exportações em direção aos mercados não-tradicionais contribuiu para sustentar o crescimento das nossas exportações no período 1999-2002, quando a demanda dos mercados tradicionais na América do Sul, principalmente da Argentina, e os preços das exportações retraíram.

36 O impacto das iniciativas de política externa do governo Lula - que procurou estreitar as relações do Brasil com os países latino-americanos e africanos - sobre a diversificação geográfica das nossas exportações é difícil de ser avaliado. Todavia, essas iniciativas podem ter tido algum efeito em termos de abertura de mercados nessas duas regiões. Sobre essa política, ver Almeida, P. R. de. Uma política externa engajada: a diplomacia no governo Lula. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, ano XIX, n. 83, 2005.

A pauta exportadora brasileira continua concentrada em *commodities* agrícolas e industriais, produtos de baixa intensidade tecnológica e bens intensivos em trabalho e recursos naturais.³⁷ Como as elevadas taxas de crescimento das vendas externas de bens de média e alta intensidade tecnológica no biênio 2004-2005 não foram suficientes para alterar sua participação relativa no total das exportações (ver Gráficos 15 e 16), o perfil dessa pauta em termos de conteúdo tecnológico manteve praticamente constante entre 2002 e 2005.



Fonte: Secex-MDIC. Elaboração Neit-Unicamp.



Fonte: Secex-MDIC. Elaboração Neit-Unicamp.

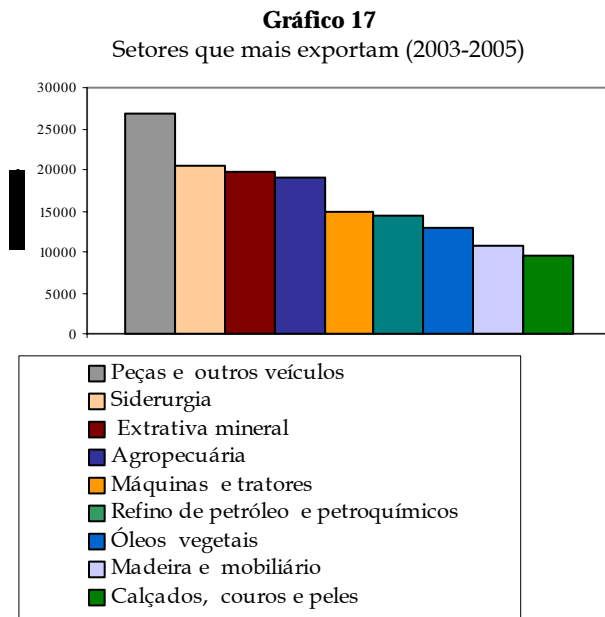
A abordagem setorial das exportações permite identificar os setores relevantes em cada grupo de intensidade tecnológica. No caso das *commodities* primárias destacam-se o setor de extrativa mineral e a agropecuária, beneficiados pela alta dos preços no mercado internacional¹ e pela pujante demanda chinesa. Na agropecuária, a expansão do quantum exportado desde 1999 foi beneficiada pelo aumento da competitividade, associado aos ganhos de escala (com a expansão da área plantada), ao desenvolvimento de novas sementes (Embrapa) e aos baixos salários, mas em contrapartida o desempenho dos preços não foi tão favorável como naquele setor. No grupo de baixa intensidade tecnológica desponta como o mais relevante o setor siderúrgico, que também se beneficiou do crescimento das cotações internacionais e das importações chinesas, bem como de vantagens comparativas estruturais (associadas à dotação de recursos naturais e à escala de produção).

Esta abordagem também permite identificar quais setores industriais de média e alta intensidade tecnológica contribuíram para o crescimento das vendas externas no triênio 2003-2005

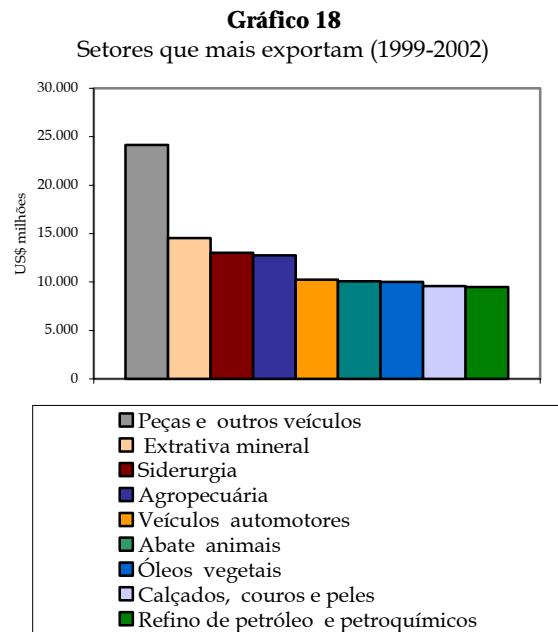
³⁷ A classificação da pauta de comércio exterior brasileiro de acordo com o seu perfil tecnológico foi feita a partir da metodologia da Unctad. *Trade and Development Report*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 2002, cap. 3. Essa metodologia agrega produtos da *Standard Internacional 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.

(ver Gráficos 17, 18 e 19). De acordo com Nassif e Puga (2004³⁸), o coeficiente de exportação da indústria brasileira 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 industriais, a partir do cálculo dos índices setoriais de vantagens comparativas reveladas entre 1996 e 2004.³⁹ 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” – como aqueles intensivos em trabalho e/ou em recursos naturais –, 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”.

No segmento de alta intensidade tecnológica (AI), o setor líder é o de “peças e outros veículos” – que guarda uma relação estreita com o agregado “aviação/ferroviário/embarcações/motos” do estudo de Nassif e Puga, pois em ambos predomina o setor “aviação”. 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 1990, alcançada mediante o “*fortalecimento do binômio empresa nacional (Embraer/fornecedores locais)/planejamento público (desenvolvimento tecnológico e financiamento)*” (Coutinho; Hirakuta; Sabbatini, 2003⁴⁰).



Fonte: Funcex. Elaboração própria.



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

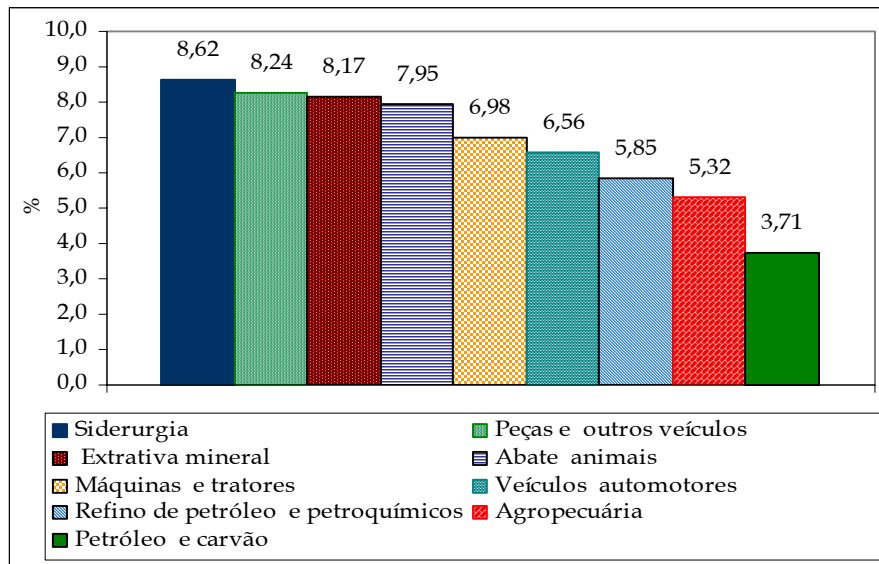
³⁸ Nassif, A.; Puga, F. P. *Estrutura e competitividade da indústria brasileira: o que mudou?* Rio de Janeiro: Bndes, 2004.

³⁹ O Índice de Vantagens Comparativas Reveladas (VCR), utilizado como indicador de competitividade internacional, 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 X_i e M_i 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.

⁴⁰ Coutinho, L; Hirakuta, C.; Sabbatini, R. *O desafio da construção de uma inserção externa dinamizadora*. Texto produzido para o Seminário Brasil em Desenvolvimento, UFRJ, Rio de Janeiro, set. 2003.

Gráfico 19

Contribuição setorial ao crescimento das exportações (2003-2005)



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Já no grupo de média intensidade tecnológica, os destaques são os setores de “veículos automotores” e “máquinas e tratores”. No primeiro setor, dominado 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 1990 – 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 e Cintra (2004⁴¹), 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 procurarem novos mercados, dada a retração do mercado argentino.⁴² 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 e Cintra (2004),

⁴¹ Baer, M.; Cintra, M. A. M. *Brasil: investimento estrangeiro direto e estratégias empresariais*. Santiago do Chile: Comissão Econômica para América Latina e Caribe (Cepal), set. 2004.

⁴² “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).

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) induziram, igualmente, as ETs a concentrarem a produção para exportação no país mediante a transferência de linhas de produção de outros países.⁴³ Este segmento, como o de “veículos automotores”, também foi beneficiado por uma iniciativa recente de política industrial, o programa “moderfrota”. Ademais, nesses dois segmentos a existência de capacidade ociosa atuou como um importante indutor das vendas para o mercado externo.⁴⁴

Se por um lado, a pauta exportadora brasileira revelou-se funcional dadas as características da expansão econômica da China, o patamar inusitadamente alto dos preços das *commodities* e a recuperação sincronizada da economia e do comércio mundial no período 2002-2005 (resultando, inclusive, no aumento do *market-share* do país nas importações mundiais),⁴⁵ por outro lado a manutenção da importância do grupo de *commodities* primárias na pauta de exportação brasileira reproduz as fragilidades estruturais desta pauta.⁴⁶ Este grupo, que mais contribuiu para o desempenho exportador brasileiro, foi o que menos contribuiu para o desempenho exportador mundial e para o dinamismo exportador de países em desenvolvimento como Índia, China e México (Sarti; Sabbatini, 2003).

Vários estudos sancionam a conclusão de que, em grande parte devido ao seu perfil tecnológico, a pauta exportadora brasileira continua marcada pelo baixo dinamismo. Como mostra Markwald (2004) há uma correlação significativa entre produtos *high-tech* e dinâmicos no comércio mundial, a partir do cruzamento dos critérios de intensidade tecnológica e dinamismo das importações mundiais em 2001.⁴⁷ De acordo com o Ferraz e Ribeiro (2004),⁴⁸ 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).

43 Em outros setores, também ocorreu uma maior diversificação das vendas em direção ao mercado externo, como no setor de autopeças (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 levaram a indústria a 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).

44 Sobre a relação entre capacidade ociosa, crescimento do quantum exportado e da produção, ver Funcex. *Boletim Setorial*, ano IX, n. 2, jul./dez. 2005.

45 Segundo Markwald e Ribeiro (2005), o *market-share* do Brasil na importação mundial, que tinha declinado para 0,85% em 1999, passou para 1,17% em 2004. De acordo com dados da OMC, a participação do país nas exportações mundiais atingiu 1,1% em 2005.

46 A esse respeito, ver Unctad (2002).

47 Ver: Markwald, R. 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, F.; Sabatini, R. *Conteúdo tecnológico do comércio exterior brasileiros*. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2003. (Trabalho não publicado).

48 Ferraz, G.; Ribeiro, F. 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.

O estudo de Puga (2005⁴⁹) corrobora essa conclusão para o período mais recente. Segundo esse autor, a importância do país nas exportações mundiais de bens de maior intensidade tecnológica continuava bastante reduzida em 2003. Todavia, esse estudo também ressalta que, em contraste com a performance setorial, o desempenho geográfico das exportações brasileiras foi melhor nos mercados consumidores de maior dinamismo, como a China. Mas, é importante mencionar que o aumento da importância desse país como destino das nossas vendas externas esteve associado à ocupação de espaços não-aproveitados até então por setores competitivos, que podem se saturar nos próximos anos.⁵⁰ Considerando que $\frac{3}{4}$ das nossas exportações são de *commodities* primárias, enquanto que as importações chinesas vêm se concentrando em produtos de maior conteúdo tecnológico, a continuidade da expansão destas vendas dependerá da diversificação das nossas exportações (Coutinho; Hiratuka; Sabbatini, 2003).

Essa diversificação, em direção a produtos mais diferenciados e intensivos em tecnologia, constitui pré-condição para que o país ocupe um espaço relevante nos mercados consumidores mundiais e, assim, para a ampliação do dinamismo das nossas exportações. De acordo com o estudo do IEDI (2005),⁵¹ que abrange o ano de 2005, nesse ano a participação dos setores de alto crescimento no comércio mundial entre 1996 e 2001 no total das exportações aumentou em relação a 2004 (22,3% versus 9,4%), assim como dos setores intensivos em P&D (10% versus 7,9). Todavia, segundo esse estudo, além desses percentuais persistirem num patamar muito baixo (em relação ao peso dos setores de baixo dinamismo e conteúdo tecnológico), seu ligeiro crescimento em 2005 decorreu muito mais da conjuntura internacional favorável do que de medidas no âmbito da política industrial, tecnológica e de comércio exterior.

Além da pauta de exportação, o padrão de inserção comercial externa da economia brasileira depende, igualmente, da composição das importações. Enquanto do lado das exportações predominam as *commodities* primárias, as importações são concentradas em produtos de média e alta intensidade tecnológica (ver Gráficos 20 e 21). A participação desses produtos no total das compras externas manteve-se praticamente a mesma entre 2002 e 2005, superando 60%. Isto quer dizer que os efeitos da mudança cambial sobre a estrutura da pauta de importações foram muito tímidos.⁵²

Esse resultado decorre, em parte, da natureza da propriedade de capital nos setores de “alta intensidade tecnológica” (equipamentos eletrônicos, material elétrico, produtos químicos e farmacêutico, dentre outros). Nesses setores, dominados pelas grandes empresas transnacionais, não houve substituição de importações em resposta às variações de preços relativos após as desvalorizações cambiais (Fligenspan, 2005⁵³), como era de se esperar, dadas as escalas de

49 Puga, F. P. *A inserção do Brasil no comércio mundial: o efeito china e potenciais de especialização das exportações*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, out. 2005. (Texto para Discussão, n. 106).

50 Essa saturação já está sendo observada no setor siderúrgico. Desde 2004, o crescimento da produção siderúrgica na China superou o consumo interno, reduzindo a demanda externa por aço. Esta tendência deve se intensificar nos próximos anos, segundo estimativa do *World Steel Dynamics*, consolidando a posição da China como exportadora líquida de aço.

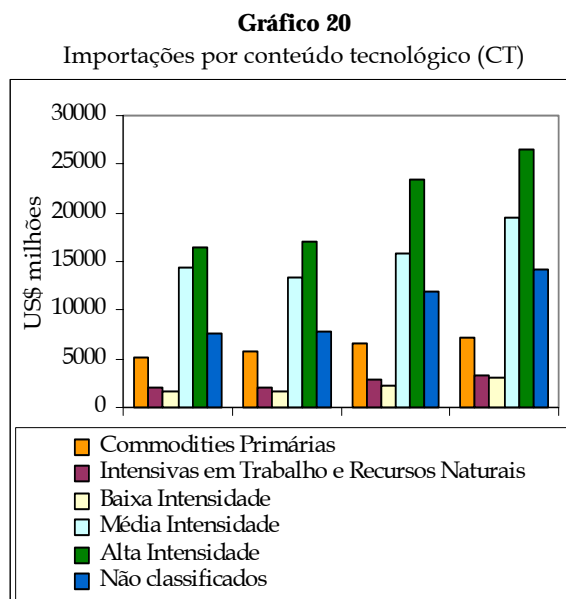
51 IEDI. *O comércio exterior brasileiro em 2005*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, mar. 2006.

52 Em relação à abertura comercial, no governo Lula não houve mudanças substantivas mediante medidas unilaterais ou bilaterais. No âmbito multilateral, as negociações da Rodada da Doha ainda não foram concluídas.

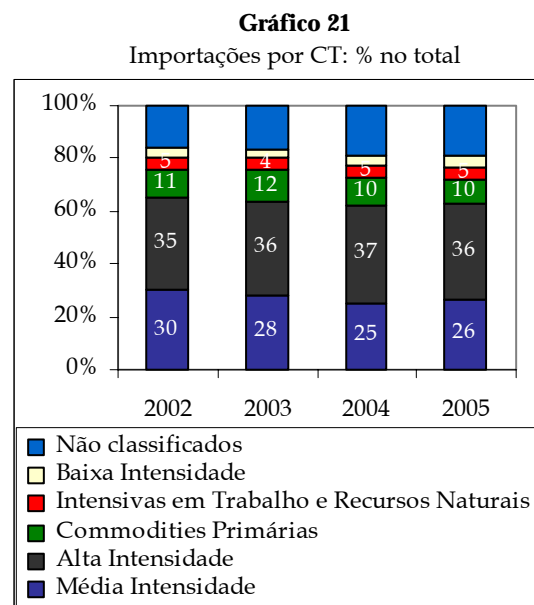
53 Fligenspan, F. Houve um processo de substituição de importações na indústria brasileira no período pós-

produção necessárias e ao controle da tecnologia por essas empresas (Carneiro, 2002⁵⁴; IEDI, 2002). Essa substituição exigiria a 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).⁵⁵

Já 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, doze 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.



Fonte: Secex-MDIC. Elaboração Neit-Unicamp.



Fonte: Secex-MDIC. Elaboração Neit-Unicamp.

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” – seja como plataformas de exportação – caso, por exemplo, do setor de “equipamentos eletrônicos”, cujas importações tinham se reduzido

desvalorizações cambial? *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 14, n. 1, p. 109-131, jan./jun. 2005.

⁵⁴ Ver Carneiro, R. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp/IE-Unicamp, 2002.

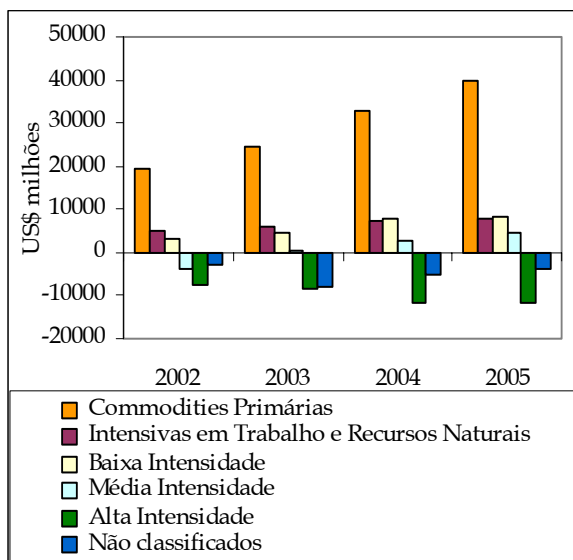
⁵⁵ Para um detalhamento dessas políticas, ver Coutinho, L.; Sarti, F. A integração das políticas tecnológica e de comércio exterior. In: Velloso, João Paulo dos Reis (Org.). *Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado* (Fórum Nacional do Desenvolvimento). Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 2003.

em 2002 e 2003 devido a fatores conjunturais (efeito “apagão”). Assim, em relação às estratégias das ETs, é preciso destacar as especificidades setoriais, que resultam em diferentes impactos líquidos sobre a balança comercial.⁵⁶

A assimetria entre as pautas de exportação e importação em relação ao grau de intensidade tecnológica resulta em um saldo comercial concentrado em *commodities* primárias, bens de baixa intensidade tecnológica e intensivos em trabalho e recursos naturais (ver Gráficos 22 e 23). Em suma, com exceção do superávit no setor de alta intensidade tecnológica (associado, principalmente, às exportações da Embraer), o padrão de inserção comercial da economia brasileira⁵⁷ não apresentou mudanças relevantes no governo Lula, seja em termos setoriais, seja em termos da intensidade tecnológica.

Gráfico 22

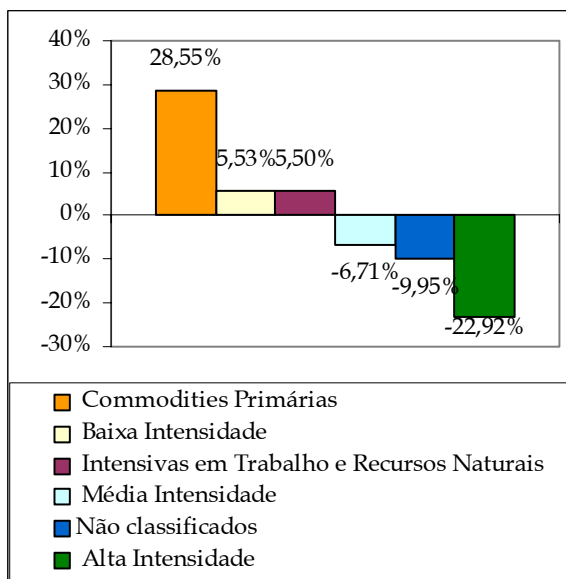
Saldo por conteúdo tecnológico (2002-2005)



Fonte: Secex-MDIC. Elaboração Neit-Unicamp.

Gráfico 23

Contribuição ao saldo (2003-2005)



Fonte: Secex-MDIC. Elaboração Neit-Unicamp.

Este padrão consolidou-se na segunda metade dos anos 1990 como reflexo da reestruturação produtiva induzida pelo tripé: abertura comercial, valorização real da moeda

⁵⁶ Como sintetizam Baer e 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 e Cintra (2004).

⁵⁷ Sarti e Sabbatini (2003) e Coutinho; Hirakuta; Sabbatini (2003) analisam a composição da pauta exportadora. Sobre a pauta importadora, ver IEDI. *As importações brasileiras no período 1995-2002*. São Paulo: nov. 2002; e Rocha, G. de Britto. *Abertura comercial e reestruturação industrial no Brasil: um estudo dos coeficientes de comércio*. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas)-Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

doméstica e novas estratégias das empresas transnacionais (ETs).⁵⁸ Como ressalta Carneiro (2002), esse processo resultou numa “especialização regressiva” da indústria doméstica – redução da importância dos setores intensivos em tecnologia e capital e, simultaneamente, diversificação e ampliação dos setores tradicionais, baseados em recursos naturais e trabalho – e numa elevação expressiva e muito mais intensa do coeficiente importado relativamente ao exportado.⁵⁹ Para essa elevação, foram decisivas estas estratégias, nas quais o fluxo de comércio intrafirma é cada vez mais relevante, dada a importância crescente do *global sourcing* (Sarti; Sabbatini, 2003). Ao mesmo tempo em que o padrão de expansão do comércio mundial entre 2003 e 2005 contribuiu para a “inércia” deste padrão, uma mudança na inserção comercial brasileira exigiria condições macroeconômicas distintas, bem como políticas industriais e de comerciais exterior mais ativas e seletivas.

Finalmente, é importante tecer alguns comentários sobre o desempenho das exportações no período mais recente (2005 e primeiro trimestre de 2006). Somente alguns setores produtores de *commodities* tiveram ganho de rentabilidade em 2005, devido à alta das cotações no mercado internacional, o qual foi insuficiente para compensar a perda dos demais, como revela a evolução do índice de rentabilidade das exportações (ver Gráficos 24, 25 e 26). Para a maioria dos setores produtores de manufaturas, a apreciação da taxa de câmbio nominal significou redução da rentabilidade real das vendas externas, que pode comprometer sua performance exportadora nos próximos anos.

Em 2005, essa performance permaneceu favorável devido a uma conjunção de fatores. Em primeiro lugar, a precedência dos contratos em relação aos embarques efetivos (de 6 a 12 meses, em média) e o fenômeno conhecido como “histerese de exportação” (associada à existência de capacidade instalada e demais custos envolvidos, como o risco de perda de mercados conquistados) sustentaram as quantidades exportadas. Em segundo lugar, a alta dos preços no mercado internacional (em 2005, a contribuição da variação dos preços superou àquela do quantum

58 O aumento da participação das ETs na estrutura produtiva e no comércio exterior brasileiro não implicou melhora da inserção externa do País nos anos 1990, como ocorreu em outros países em desenvolvimento, como Malásia e China devido, em grande parte, às diferentes formas de integração das filiais. Ver Unctad. *Trade and Development Report*. Genève: United Nations Conference on Trade and Development, 2003. No caso brasileiro essa integração foi assimétrica: as filiais participam muito mais como compradoras de componentes, para atender o mercado interno ou, no máximo, regional, do que como fornecedoras globais dentro sistemas internacionais de produção. Nos setores mais dinâmicos (telecomunicações, automobilístico e equipamentos de informática), as filiais brasileiras ocupam uma posição marginal nas redes de fornecimento intra-firma (Coutinho; Hiratuka; Sabbatini, 2003). Ademais, as estratégias das Ets nos anos 1990 – investimentos em setores *non-tradables*, com destaque para os privatizáveis, com predominância das aquisições – não alteraram a formação bruta de capital fixo e continuaram subordinadas ao objetivo de explorar o mercado interno. Sobre essas estratégias, ver Laplane, M.; Sarti, F. *Investimento direto estrangeiro e o impacto sobre a balança comercial nos anos 90*. Brasília: Instituto de Economia Aplicada, 2003. (Texto para Discussão, n. 629).

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

também nos bens manufaturados).⁶⁰ Em terceiro lugar, o elevado diferencial entre os juros internos e externos. Esse diferencial, um dos determinantes da tendência de apreciação da taxa de câmbio nominal desde 2004 (como mencionado no item 1), permitiu a atenuação do impacto dessa tendência sobre a rentabilidade das exportações 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),⁶¹ 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. Por outro lado, o diferencial de juros também induziu os exportadores a antecipar a internalização das receitas em dólar, possibilitando a aplicação dos recursos no mercado financeiro doméstico a uma taxa de juros real elevadíssima, ampliando as receitas efetivas em Reais.

Ademais, a redução da rentabilidade das exportações em decorrência da apreciação cambial variou setorialmente, em função, principalmente, de três fatores: o peso dos insumos importados; do grau de agregação de valor na produção; e da intensidade de capital (versus de mão-de-obra).⁶² Por exemplo, no setor farmacêutico, a valorização do Real reduziu o custo dos componentes importados; já a atual legislação de PIS/Cofins beneficiou os setores de baixo valor adicionado⁶³ e o crescimento do salário em dólar (ou seja, a queda da relação câmbio/salário), somada aos menores ganhos de produtividade,⁶⁴ penalizaram, sobretudo, os setores intensivos em trabalho, como têxteis e calçados. Todavia, os setores que tiveram menor perda de rentabilidade são exatamente aqueles que menos contribuem para o saldo comércio.

É especialmente preocupante a perda de rentabilidade nos setores de maior intensidade tecnológica, que foram responsáveis pela melhora, mesmo que marginal, da composição das

60 O setor automobilístico e outros setores de manufaturados reajustaram seus preços no mercado externo em 2005, procurando compensar a perda de rentabilidade decorrente da evolução adversa da taxa de câmbio. 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. Ademais, vale mencionar que os preços dos bens manufaturados em geral cresceram em 2005, de acordo com os dados da OMC (ver Seção III).

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

62 Ver: Landim, R.; Lamucci, S. Mão-de-obra e insumo importado garantem lucro na exportação, *Valor Econômico*, 3 abr. 2006. p. A4.

63 O PIS/Pasep e a Cofins eram cobrados com alíquota de 3,65%, que incidia sobre a receita bruta. Com a mudança na legislação (do PIS/Pasep, pela lei n. 10.637 de 30/12/2002; e do Cofins pela Lei n. 10.833, de 29/12/ 2003), os tributos passaram a ser cobrados a 9,25% sobre o valor adicionado na produção final. Se esse valor for relevante em relação ao custo dos insumos, o novo percentual superará a alíquota anterior, de 3,65%. Assim, nos setores com alto conteúdo importado e baixo valor adicionado, a perda de rentabilidade foi atenuada tanto pela valorização do Real como pela mudança tributária. Ver Watanabe, M. Cálculo de PIS/Cofins favorece setores de baixo valor agregado. *Valor Econômico*, 3 abr. 2006. p. A4.

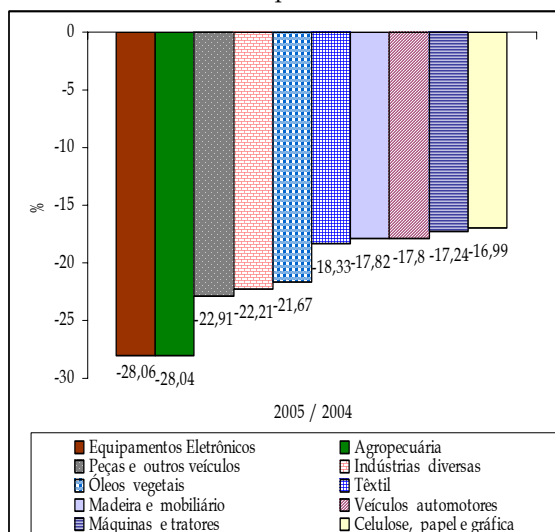
64 Segundo cálculos do Banco Central, o custo do trabalho por unidade produzida medido em dólar aumentou 27% entre fevereiro de 2005 e janeiro de 2006; no mesmo período, a relação câmbio/salário ponderada pela produtividade caiu 26%. Já os cálculos do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI) mostram que a produtividade do trabalho na indústria cresceu somente 2,3% em 2005, contra 6,1% em 2004. Ver Neumann, D. Salário em dólar sobe 27% em 12 meses. *Valor Econômico*, 20 mar. 2006. p. A3.

exportações e do saldo por conteúdo tecnológico após 2003, como veículos automotores e máquinas e tratores. Ademais, ao lado do nível da taxa de câmbio real, a volatilidade da taxa de câmbio nominal também afeta negativamente as decisões de produção e investimento, principalmente naqueles setores de maior conteúdo tecnológico e dinamismo no comércio mundial, nos quais o Brasil não tem competitividade estrutural e, assim, necessita constituir vantagens comparativas dinâmicas.⁶⁵ É possível que no caso das decisões de investir, que envolvem custos elevados e irrecuperáveis, a volatilidade, ao implicar maior incerteza em relação à rentabilidade esperada do investimento, pode ser, inclusive, mais deletéria.

Por sinal, a evolução recente das taxas de câmbio real e nominal já começou a surtir efeitos sobre essas decisões.⁶⁶ Várias empresas exportadoras dos dois setores mencionados acima têm reavaliado suas estratégias, reduzindo as exportações locais e aumentando a produção e os investimentos em outros países.⁶⁷ Além da busca de uma relação câmbio/salário mais favorável às exportações (devido ao patamar dos custos salariais mais baixos e/ou da taxa de câmbio), esses investimentos são estimulados pela própria valorização do Real, que torna os ativos externos mais baratos para os residentes (os dados do balanço de pagamentos mostram um aumento significativo dos investimentos externos diretos de residentes no primeiro bimestre de 2005.⁶⁸

Gráfico 24

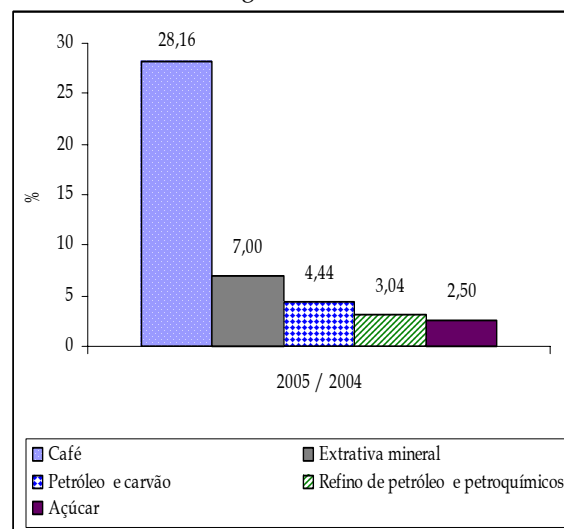
Setores com maior perda de rentabilidade



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Gráfico 25

Setores com ganho de rentabilidade



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

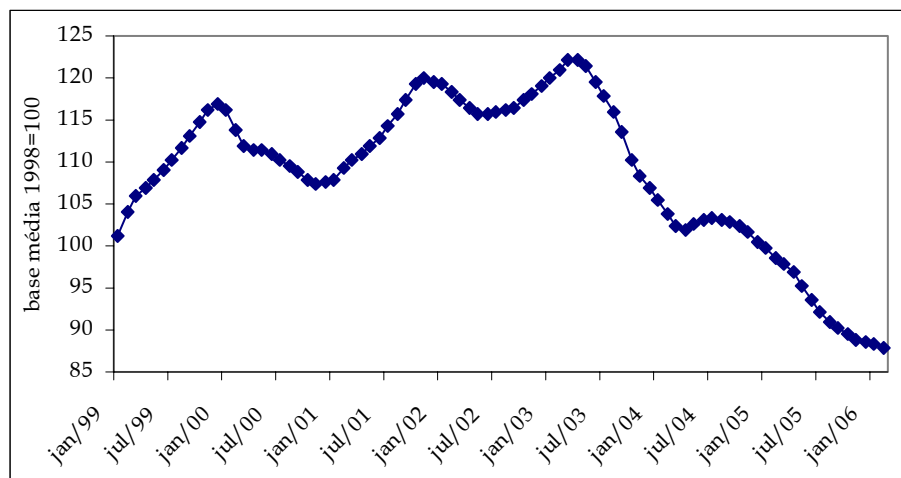
⁶⁵ Ver Kupfer, D. Lebres e tartarugas. *Valor Econômico*, 4 maio 2005. p. A11.

⁶⁶ Outros sintomas da perda de ímpeto das exportações desde 2005 são: a redução do número de empresas exportadoras, segundo informações da Associação Brasileira de Comércio Exterior; e o aumento da concentração das vendas externas num menor número de produtos, como mostra o estudo da Funcex a partir de três metodologias diferentes. Ver Funcex. *Boletim de Comércio Exterior*, ano X, n. 2, fev. 2006.

⁶⁷ Jurgenfeld, V. Câmbio faz fabricante produzir no exterior. *Valor Econômico*, 2 fev. 2006. p. B7.

⁶⁸ A valorização cambial também tem estimulado as remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas transnacionais.

Gráfico 26
Rentabilidade das exportações

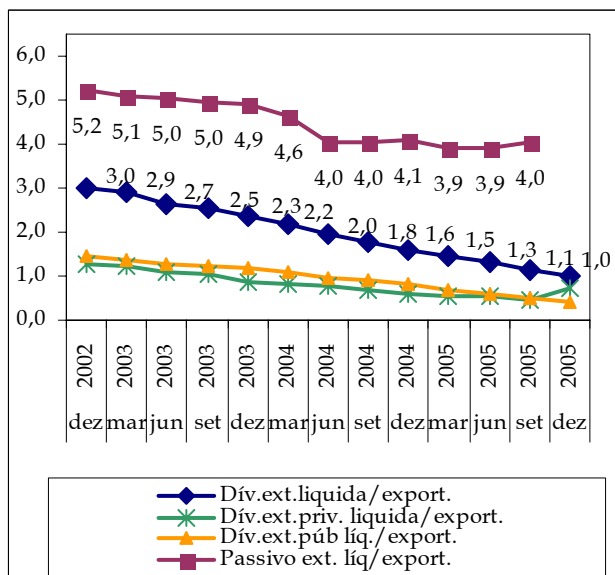


Fonte: Funcex. Elaboração própria.

2 Os indicadores de vulnerabilidade externa

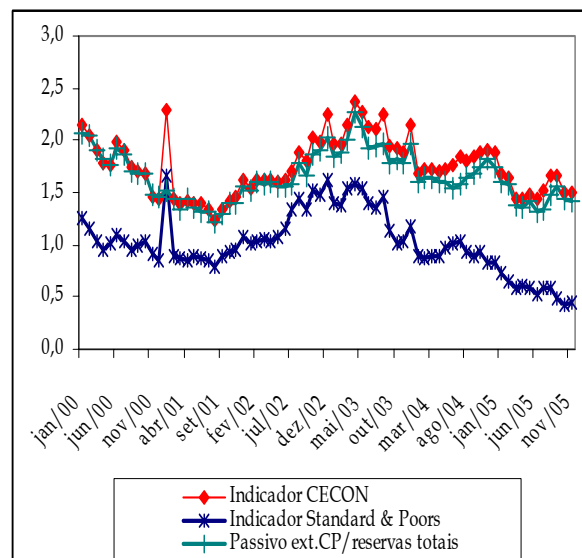
Nos três primeiros anos do governo Lula, tanto os indicadores de solvência externa como os de liquidez externa – que constituem “medidas” convencionais da vulnerabilidade externa no médio e longo prazo e no curto prazo, respectivamente – apresentaram um desempenho favorável (ver Gráficos 27 e 28).

Gráfico 27
Indicadores de solvência externa



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

Gráfico 28
Indicadores de liquidez externa



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

A trajetória dos indicadores de solvência externa constitui um reflexo da interação entre as mudanças quantitativas e qualitativas no passivo externo (analisadas no item 1.1) e a evolução da

capacidade de geração de divisas, ou seja, das exportações. A tendência de melhora do indicador dívida externa total/exportações iniciou-se logo após a adoção do regime de câmbio flutuante, em 1999, e esteve associada, naquele momento, principalmente à redução da dívida externa privada. A partir de 2003, as elevadas taxas de crescimento das exportações e a queda da dívida externa pública em termos líquidos reforçam essa tendência. Já a trajetória do indicador mais amplo, Passivo externo líquido/exportações, não foi tão favorável devido ao crescimento dos estoques de investimento externo direto e de investimento de portfólio no período.

Os indicadores de liquidez externa somente apresentaram melhora (ou seja, queda) a partir de 2003, quando as condições de liquidez externa tornam-se favoráveis aos países “emergentes”. A mudança no cenário internacional possibilitou não somente o aumento do estoque de reservas internacionais próprias (que sintetiza a capacidade de pagamento do país no curto prazo e, por isso, compõe o denominador dos indicadores de liquidez), mas também a redução do estoque da dívida de curto prazo, que integra o numerador dos três indicadores utilizados, e do serviço da dívida externa de médio e longo prazo, contabilizado nos indicadores *Standard & Poors* e Cecon. O comportamento menos favorável desse último indicador decorre da inclusão no seu numerador do estoque de investimento estrangeiro de portfólio, que compõem, ao lado da dívida de curto prazo, o Passivo externo de curto prazo do país. Como destacado no item 1.1, esse estoque cresceu continuamente nos últimos anos devido ao ingresso líquido desses investimentos e da valorização dos ativos brasileiros induzida pela demanda dos investidores externos. Ademais, a valorização do Real implicou aumento do valor do estoque em dólares desses investimentos (também observado no caso dos investimentos externos diretos).

Considerações finais

É importante questionar se a melhora dos indicadores tradicionais de solvência e liquidez significa uma redução efetiva da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Algumas dimensões da inserção externa do país no período analisado não são captadas por esses indicadores (como as aplicações dos investidores estrangeiros no mercado doméstico de derivativos financeiros) ou ainda não transpareceram (como o aumento do estoque de títulos públicos detido por investidores estrangeiros após o incentivo tributário concedido em fevereiro).

Pode-se levantar a hipótese de que uma nova dimensão da vulnerabilidade externa está emergindo em função do peso cada vez mais relevante dos investidores estrangeiros nos diversos segmentos do mercado financeiro doméstico (ações, títulos públicos, derivativos), viabilizado pelo aprofundamento da abertura financeira após o ano 2000, que reforçou as correias de transmissão da instabilidade gerada nos mercados financeiros internacionais para as economias periféricas. Ademais, a unificação dos mercados de câmbio em março de 2005 significou a flexibilização das saídas de capitais pelos residentes e, assim, ampliou potencialmente a mobilidade da riqueza financeira aplicada em títulos de dívida pública de curto prazo.

Em relação à solvência externa, o indicador mais amplo, Passivo externo líquido/exportações, estabilizou-se desde 2004 no patamar de 4,0 e possivelmente não ultrapassará esse piso nos próximos anos. A perda de rentabilidade das exportações foi praticamente generalizada em 2005 e o conjunto de fatores que contribuíram para o desempenho favorável das

vendas externas num contexto de apreciação cambial deve perder fôlego em 2006 e 2007. Ademais, a estrutura da nossa pauta exportadora, concentrada em *commodities* primárias, é especialmente vulnerável a mudanças na dinâmica do comércio internacional. Se, por um lado, as duas dimensões do cenário externo benigno – expansão 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 desempenho comercial dos países emergentes, o que pode deteriorar seus respectivos fundamentos e, conseqüentemente, as expectativas dos investidores. Nesse contexto, provavelmente ocorrerá uma piora tanto das condições de liquidez quanto de solvência externa da economia brasileira.