

## **SEÇÃO II - BALANÇO DE PAGAMENTOS**

### **A sustentabilidade da melhoria nas contas externas**

*Daniela Magalhães Prates*

#### **Introdução**

O desempenho do Balanço de Pagamentos no primeiro trimestre de 2005 caracterizou-se por uma menor assimetria nos resultados das contas corrente e financeira. Enquanto em 2004, o superávit em Transações Correntes, associado aos fluxos comerciais positivos, foi acompanhado por um ingresso líquido negativo dos fluxos de capitais e, assim, por um déficit na conta financeira, no trimestre janeiro-março esta conta registrou saldo positivo, ao mesmo tempo em que a balança comercial sustentou sua ótima performance. A segunda assimetria que caracterizou as contas externas brasileiras em 2004 – os resultados divergentes das situações de liquidez e solvência externas – também foi atenuada nesses primeiros meses de 2005. Neste período, a manutenção da tendência de queda dos indicadores de solvência, observada em 2004, foi finalmente acompanhada pela melhora dos indicadores de liquidez externa, proporcionada pela política de acumulação de reservas praticada pelo Banco Central (Bacen) entre dezembro e março e, principalmente, pela não-renovação do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI).

Nos próximos itens, analisar-se-á os determinantes dessas duas “simetrias”. Enquanto o item 1 dedica-se à análise dos fluxos comerciais e financeiros com o exterior, no item 2 examina-se a situação de vulnerabilidade externa do País. Argumentar-se-á que estas “simetrias” podem se revelar efêmeras. Do ponto de vista dos fluxos, a

melhora da conta financeira é reflexo da absorção de capitais voláteis, atraídos por uma “anomalia” macroeconômica – o elevado diferencial entre os juros externos e internos. Em relação aos indicadores de vulnerabilidade externa, a melhora da situação de liquidez externa pode ser ameaçada pelo contexto de maior liberdade cambial viabilizado pelas mudanças regulatórias adotadas no início de março pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

Nesse contexto e diante dos sinais, cada vez mais evidentes, de reversão da conjuntura internacional extremamente favorável vigente no biênio 2003-04 (tanto no âmbito das finanças, quanto do comércio – ver Introdução e SEÇÃO I), a gestão da política cambial pecou por falta de prudência, ao não aproveitar essa conjuntura para acumular reservas (aumentando o colchão de segurança contra a eventual reversão dos fluxos de capitais) e evitar a apreciação da taxa de câmbio real, cujos efeitos deletérios sobre as exportações devem se manifestar mais nitidamente num contexto de desaceleração da economia mundial, já previsto para esse ano.

#### **1 O desempenho do Balanço de Pagamentos**

Este item analisará, na primeira parte (1.1), o desempenho da balança comercial no primeiro trimestre de 2005, detalhando as causas da manutenção da ótima performance das exportações em 2005 num contexto de apreciação da taxa de câmbio real. A segunda parte (1.2) dedica-se à análise do desempenho da conta financeira e, especialmente, dos fluxos financeiros com o exterior, que se elevaram significativamente neste trimestre.

##### **1.1 A balança comercial**

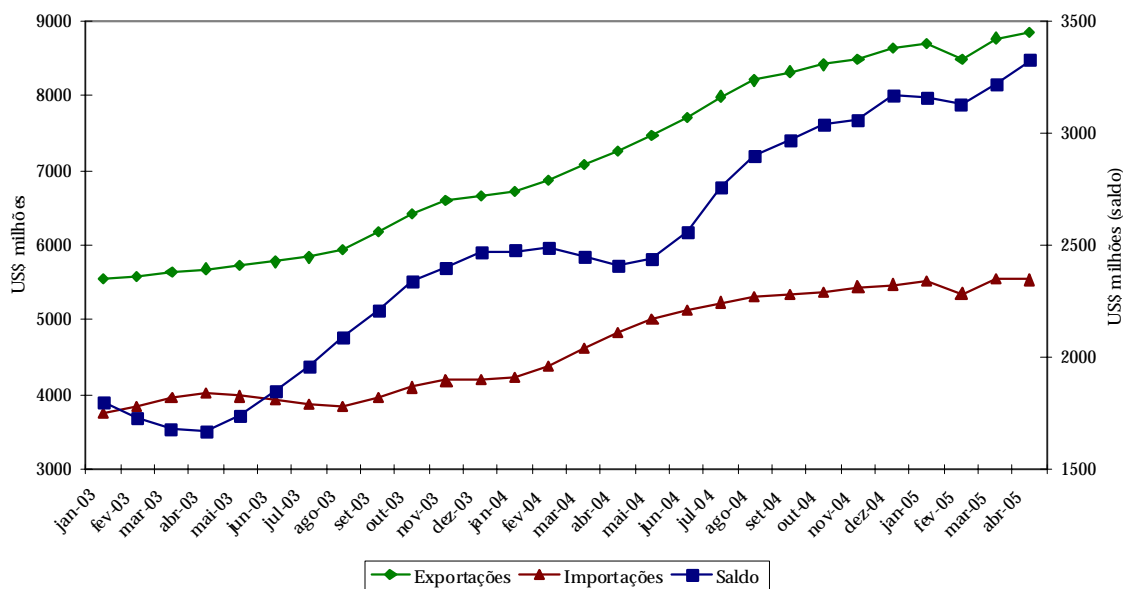
No primeiro trimestre de 2005 o superávit comercial retomou sua tendência ascendente – que havia sido brevemente interrompida no final de

2004 – impulsionada, mais uma vez, pelo desempenho das exportações (ver Gráfico 1). Essa tendência surpreendeu grande parte dos analistas, que esperavam uma redução tanto das vendas externas quanto do saldo, associada seja a fatores externos - a desaceleração da economia mundial – seja a internos – a apreciação cambial, intensificada após setembro do ano passado. Todavia, a taxa de crescimento das exportações, apesar de ainda elevada, vêm se desacelerando em 2005, relativamente ao segundo semestre de 2004: considerando as médias móveis trimestrais da série do saldo tendencial (ver Gráfico 1), a taxa de crescimento (em relação a igual período de 2004) foi de 29% em janeiro, 23,5% em fevereiro e março e 22% em abril, contra uma taxa média de 33% no segundo semestre de 2004.

atividade interno desde então e a deterioração das expectativas em relação ao seu desempenho ao longo do ano (ver SEÇÃO V) parece já ter afetado o dinamismo dessas compras, como revela a série da média móvel de 3 meses (ver Gráfico 1).

Para compreender a manutenção da ótima performance das exportações em 2005 é importante lembrar seus principais determinantes em 2004. Como ressaltado no Boletim precedente, a performance excepcional das vendas externas brasileiras em 2004 (e, *pour cause*, do saldo comercial) decorreu, em grande parte, de um “choque externo benigno” – cujos pilares foram o patamar inusitadamente alto dos preços das *commodities* e a recuperação sincronizada da economia e do comércio mundiais –, o qual beneficiou as exportações brasileiras de

**Gráfico 1**  
Saldo comercial tendencial (média móvel 3 meses)



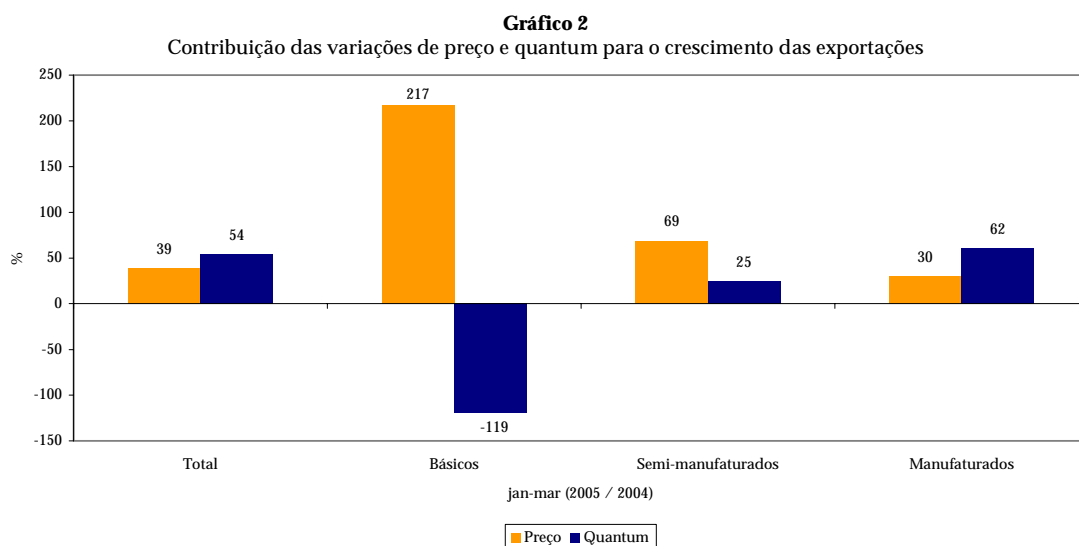
**Fonte:** Ministério do Desenvolvimento, da Indústria e do Comércio. Elaboração própria

Já as importações persistiram no padrão esperado, de taxas de crescimento positivas, condicionadas tanto pela evolução da taxa de câmbio, favorável às compras externas, como pela expansão da demanda doméstica até o final de 2004. Contudo, a desaceleração do nível de

*commodities* agrícolas e industriais, bem como de alguns bens manufaturados.

Dada a defasagem entre os contratos de exportação e os embarques efetivos (em média de 6 a 9 meses, mas que pode ultrapassar 12 meses

em alguns setores de manufaturados), o desempenho exportador no primeiro trimestre de 2005 ainda é reflexo do ambiente externo favorável vigente em 2004. Enquanto a demanda externa ainda pujante impulsionou o quantum exportado, cujo crescimento contribuiu em 54% para a expansão das exportações totais no período analisado (ver Gráfico 2), a contribuição da variação dos preços ficou em 39%.



Fonte: FUNCEX. Elaboração própria.

Contudo, a influência das variações dos preços e quantidades exportadas foi bastante heterogênea entre as classes de produto devido ao impacto igualmente heterogêneo dos três principais determinantes das exportações sobre cada categoria de bem, dentre os quais se destacam: (i) o comportamento da demanda externa, que afetam as quantidades exportadas (ii) os termos de troca do país e; (iii) o preço relativo entre os preços externos e internos, ou seja, a taxa de câmbio real.

No caso das exportações de produtos básicos e semi-manufaturados, a manutenção do seu ótimo desempenho nos primeiros três meses

deste ano ancorou-se, principalmente (como em 2004), na melhora dos termos de troca, associada à alta dos preços das commodities. Enquanto no âmbito dos produtos básicos, a alta dos preços contribuiu em mais de 100% para crescimento das exportações, nos semi-manufaturados sua contribuição atingiu 69% (ver Gráfico 2). Já a contribuição da variação do quantum foi positiva somente no caso dos semi-manufaturados, associada à demanda externa elevada, prove-

niente principalmente da China, a qual tem pressionado as cotações de várias commodities com elevada participação na pauta brasileira,<sup>1</sup> como aço e derivados de soja. Essa demanda – somada a quebras de safra nos principais pro-

dutores (caso, por exemplo, da soja) e a compras especulativas por parte de fundos de investimento – fomentou um novo repique dos preços dos preços das commodities no primeiro trimestre de 2005: o Índice CRB (uma média da cotação de 17

<sup>1</sup> Enquanto o exuberante crescimento econômico da China, liderado por setores intensivos em matérias-primas (automotivo, metalúrgico e de construção civil) tem pressionado a demanda por commodities metálicas e industriais, o crescimento populacional tem fomentado a compra externa de alimentos e demais commodities agrícolas, pressionando seus respectivos preços no mercado internacional. Alguns números ilustram a dimensão da demanda chinesa de commodities metálicas: em 2003, as importações da China foram responsáveis por 26,5% da demanda global de aço, 19,8% da de cobre e 19% da de alumínio. Ver: IMF. *World Economic Outlook*, Apr. 2004, chap. 1, apêndice 1.1 (Recent Developments in Commodity Markets). Washington D.C.: International Monetary Fund.

commodities calculado pelo *Commodity Research Bureau*) elevou-se 10,5% no primeiro trimestre de 2005, a maior alta desde o primeiro trimestre de 2004 (quando este índice valorizou-se 11,5%).<sup>2</sup>

Todavia, em abril os preços de várias commodities agrícolas retomaram a tendência de queda (que predominou no segundo semestre de 2004), deslanchada pela desmontagem de posições por parte dos fundos especulativos, as quais haviam impulsionado a alta no trimestre anterior. Mas essa tendência pode não ser somente conjuntural. O FMI<sup>3</sup> prevê uma queda (apesar de não muito pronunciada) nas cotações das commodities não-energéticas em 2005, relativamente a 2004, devido às safras mais favoráveis de alguns produtos agrícolas e, no caso das commodities metálicas, à redução da demanda em resposta aos preços elevados. O Fundo, todavia, reconhece que, no caso dessas commodities, os estoques ainda baixos e a demanda chinesa continuarão contribuindo para sustentar seus preços em patamares elevados.

Já outros analistas têm vislumbrado a possibilidade de um “tombo” maior dessas cotações, cuja alta nos últimos anos seria o reflexo de uma bolha especulativa, semelhante à bolha das ações da “nova economia”.<sup>4</sup> Como ressaltado em Prates (2004)<sup>5</sup>, a alta recente dos preços das commodities está associada a uma sobreposição de fatores, de “natureza” real (recuperação econômica global e crescimento econômico da China) e financeira (desvalorização do dólar, que implicou alta nominal dos preços cotados nessa

moeda; e bolha especulativa fomentada pelas taxas de juros baixas) – cuja importância relativa é de difícil dimensionamento - sobreposição que também dificulta as projeções em relação ao comportamento futuro desses preços. Diante das incertezas que permeiam a evolução futura dos preços das commodities, a gestão da política cambial tem sido, no mínimo, negligente, ao permitir a apreciação da taxa de câmbio real e, assim, ameaçar o desempenho futuro das exportações de manufaturados, cuja performance no período considerado é analisada nos próximos parágrafos (retomaremos essa questão no final do item 2).

As exportações de manufaturados registraram um crescimento, em termos de valor, de 37,4% no primeiro trimestre de 2005, performance superior àquela dos básicos e dos semi-manufaturados (de 1,7% e 29,5%, respectivamente), para a qual as variações de quantum contribuíram em 62% e as variações de preço em 30%. Enquanto a contribuição expressiva do quantum decorreu, em grande parte, do dinamismo do comércio internacional em 2004 (que fomentou a realização dos contratos de exportação para embarques efetivos em 2005), o aumento dos preços é reflexo da alta das cotações de algumas commodities classificadas como manufaturados pelo Ministério do Desenvolvimento, da Indústria e do Comércio (MDIC) – como laminados de ferro e aço –, e da elevação dos preços em alguns setores de bens manufaturados, estrito senso, que num contexto de demanda externa aquecida conseguiram ajustar seus preços e, assim, atenuar os efeitos negativos da apreciação da taxa de câmbio real sobre suas competitividade e rentabilidade. Como já destacado nos boletins precedentes, esses efeitos podem se revelar especialmente deletérios para as exportações brasileiras dessa categoria de bens, em geral mais sensíveis à taxa de câmbio (sensibilidade que

---

<sup>2</sup> Ver: Carpenter, C. *Commodities* batem recorde no primeiro trimestre, Bloomberg, in *Valor Econômico*, 4/04/2005; Scaramuso, M. Fundos diminuem aposta no mercado agrícola de NY. *Valor Econômico*, 1, 2, 3/03/2005.

<sup>3</sup> Ver: IMF. *World Economic Outlook*, Apr. 2005, chap. 1, apêndice 1.1 (Recent Developments in Commodity Markets). Washington D.C.: International Monetary Fund.

<sup>4</sup> Bowers, D. Are resources the new tech? *Talking Heads*, Merrill Lynch, Global Fundamental Equity Research Department.

<sup>5</sup> Prates, D. A alta recente dos preços das commodities. *Política Econômica em Foco* n. 3 (Seção III).

depende, entre outros fatores, da respectiva elasticidade-preço da demanda).<sup>6</sup>

Assim, no caso desta classe de produtos, é importante examinar a evolução recente da taxa de câmbio, que tem sido objeto de intensas controvérsias: por um lado, o Bacen, em seu último relatório de inflação, concluiu que considerando a média dos últimos 12 meses, concluídos em fevereiro, a taxa de câmbio real efetiva estava, na realidade, depreciada, o que explicaria a sustentação das exportações no período analisado; por outro lado, alguns economistas de renome, mediante artigos de jornal<sup>7</sup> e os próprios exportadores, mediante suas entidades de classes, tem manifestado sua preocupação com o patamar atual deste preço-chave. A seguir, procura-se elucidar este debate com um exame da evolução recente da taxa de câmbio real, medida por diferentes critérios.

A taxa de câmbio real (e), como já mencionado, constitui um preço relativo - consiste na relação entre os preços externos (P ext.), medidos em moeda doméstica, e os preços internos (P int.) - e é geralmente representada pela seguinte fórmula:

$$e = E \cdot (P \text{ ext}/P \text{ int})$$

sendo: E a taxa de câmbio nominal

Multiplicando a taxa de câmbio nominal (E) pelo índice de preço externo (P ext), temos o valor

<sup>6</sup> Essa maior sensibilidade está associada a vários fatores: à possibilidade de aumentar as quantidades exportadas mediante a diminuição do preço em dólar no caso de uma depreciação cambial (ao contrário dos produtores de commodities, que são tomadores de preços no mercado internacional); à opção de vender no mercado interno e externo, o qual se torna mais atrativo quando a taxa de câmbio é favorável; à menor vantagem comparativa e, assim, à posição mais desfavorável na escala de competitividade de vários produtos de manufaturados exportados pelo Brasil (relativamente aos produtos básicos e semi-manufaturados), fazendo com que uma depreciação cambial “aumente” sua competitividade no mercado externo.

<sup>7</sup> Ver, por exemplo: Nakano, Y. Cuidado com as exportações recordes. *Valor Econômico*, 12/03/2005, p.A13; Coutinho L. Macroeconomia torta. *Folha de São Paulo*, 17/04/2005, p.B2.

desses preços em moeda doméstica. Quanto mais altos esses preços (em função seja de uma taxa de câmbio nominal depreciada, seja da elevação dos preços externos) em relação aos preços domésticos (P int.), maior a competitividade dos bens produzidos internamente. Contudo, além da distinção entre a taxa bilateral (do Real contra uma moeda específica, como o US\$) e multilateral ou efetiva (que considera os principais parceiros comerciais do país), existem métodos alternativos para calcular a taxa de câmbio real, os quais dependem da *proxy* utilizada para medir os preços externos e internos: índices de preço ao atacado (IPA) ou ao consumidor (IPC).

Na segunda metade dos anos 90, quando o tema da apreciação ou depreciação taxa de câmbio real (ou da existência ou não de defasagem cambial) também foi objeto de controvérsias, economistas brasileiros realizaram estudos econométricos, os quais concluíram que a medida mais apropriada para a taxa de câmbio real seria aquela que utiliza o IPA no numerador e o IPC no denominador. Apropriada no sentido de que, se a taxa de câmbio real é calculada dessa forma, encontra-se uma relação de longo prazo e positiva entre esta taxa e o saldo comercial, como prediz a teoria econômica<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Um artigo que se tornou referência no Brasil, na literatura sobre o tema, e que inclusive precedeu o debate posterior ao Plano Real, foi o de Nunes, J. M. M. Balança comercial e taxa de câmbio real: uma análise de cointegração. *Revista da Economia Política*, v.14, n.1 (53), Jan./mar. 1994. Após constatar que as medidas até então utilizadas de taxa de câmbio real (relação câmbio-salário, câmbio-IPA) não correlacionavam com o saldo comercial, Nunes calculou para o Brasil esta taxa a partir da utilização do IPA dos EUA como *proxy* dos preços externos e do ICV doméstico como *proxy* dos preços internos, para o período 1975-1991 e encontrou uma relação estável entre esta taxa e o saldo comercial. Em seguida, no âmbito do debate com Gustavo Franco após a adoção do Real, Pastore, A.; Blum, B.S.; Pinotti, M.C. *Paridade poder de compra e saldos comerciais*, São Paulo, 1997 (Trabalho não-publicado) replicaram o teste de Nunes até 1998 e concluíram que a taxa de câmbio real tinha se apreciado significativamente no período pós Plano Real. Outro trabalho que chegou ao mesmo resultado de Nunes, utilizando dados do período 1974-1993, foi realizado por Nishijima, M. *Fluxos de comércio no Brasil e seus determinantes básicos – uma análise de co-integração*. Universidade de Campinas, Instituto de Economia, 1998 (Dissertação de Mestrado)

A justificativa teórica<sup>9</sup> é que o IPA consiste numa *proxy* da evolução dos preços internacionais dos bens comercializáveis (*tradables*), os quais estariam em concorrência com os bens domésticos comercializáveis; já o IPC seria a melhor *proxy* para os preços internos, pois, no caso desses preços, o mais correto seria considerar tanto os preços dos comercializáveis e não-comercializáveis (*non-tradables*); isto porque, uma alta dos preços dos bens internacionais comercializáveis em moeda doméstica (em função de uma desvalorização cambial nominal ou da alta desses preços em moeda estrangeira), além de estimular no curto prazo as exportações (e desestimular as importações), pode ter efeitos de médio e longo prazo sobre a balança comercial, pois significa, igualmente, uma mudança nos preços relativos dos bens não-comercializáveis e comercializáveis em âmbito doméstico, favorável a esta categoria de bens, a qual induz uma realocação de recursos em direção ao setor de comercializáveis.

O argumento acima deixa claro por que a utilização do IPA, ao invés de algum índice de preço ao consumidor, como *proxy* dos preços internos no cálculo da taxa de câmbio real (como defendia Gustavo Franco, no debate com Pastore e Pinotti), é o critério menos adequado: por um lado, a fórmula se converte praticamente numa tautologia, pois o IPA, um índice de preço por atacado, é intensamente correlacionado com a taxa de câmbio nominal – assim, uma alta (baixa) desta taxa (ou seja, do numerador) é acompanhada por uma alta (baixa) *parri passu* do denominador (mas não necessariamente idêntica, dada a influência de outros fatores sobre o IPA); por outro lado, se o IPA é utilizado como *proxy* dos preços internos,

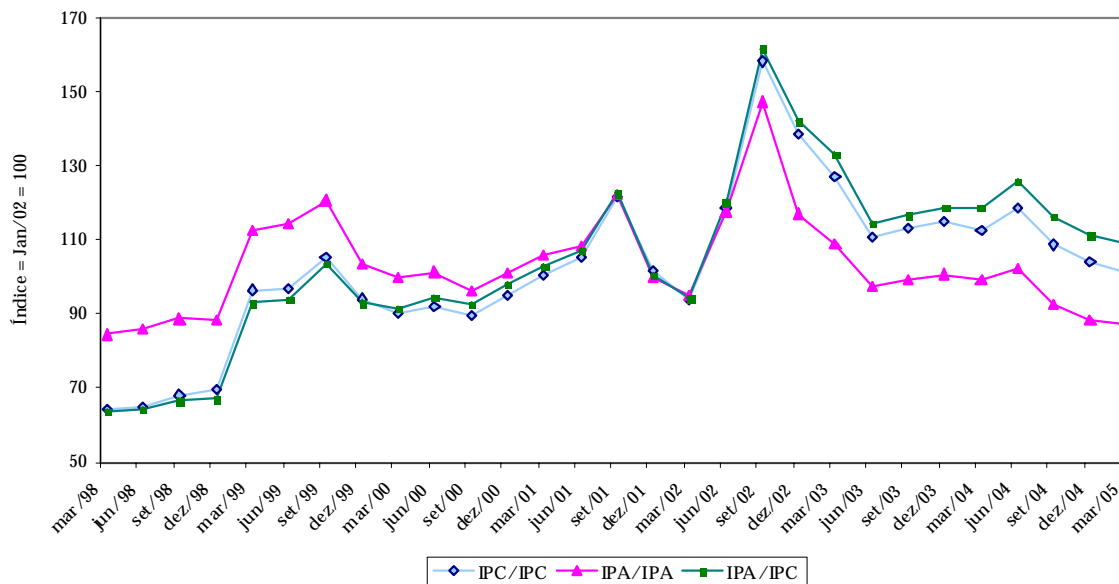
desconsidera-se a mudança de preços relativos entre *tradables* e *non-tradables* domesticamente.

O Gráfico 3 apresenta três formas alternativas de medir a evolução da taxa de câmbio efetiva ou multilateral (a mais relevante para avaliar a competitividade internacional dos bens domésticos comercializáveis) após 1998. Além dos dois métodos expostos acima, também se calculou a evolução desta taxa utilizando-se o IPC dos nossos principais parceiros comerciais como *proxy* dos preços externos. Justifica-se este critério alternativo a partir do seguinte argumento: se o IPA desses parceiros é utilizado como *proxy*, se desconsidera a mudança entre os preços relativos dos *tradables* e *non-tradables* em cada país e, assim, os efeitos de mudanças nos preços externos na alocação interna de recursos entre esses dois setores e, assim, nas respectivas capacidades exportadoras. Em relação ao período utilizado, restringimos nossa análise ao período pós-1998 porque nos interessa aqui avaliar se a taxa de câmbio apreciou-se (ou não) desde 2004 em relação aos patamares vigentes após a mudança do regime cambial e as desvalorizações de 1999 e 2002, as quais induziram mudanças de estratégia das empresas, realocações de recursos e aumento dos coeficientes de exportação em vários setores<sup>10</sup>. Não é demais lembrar que o patamar “ideal” da taxa de câmbio efetiva (no sentido macroeconômico de garantir simultaneamente os equilíbrios externo e interno) é historicamente datado e depende de fatores estruturais, como o grau de abertura comercial, a evolução dos termos de troca, etc.

<sup>9</sup> Ver, por exemplo, Harberger, A. Economic adjustment and the real exchange rate. In: Edwards, S; Ahamed (Ed.). *Economic adjustment and exchange rates in developing countries*. Chicago: University of Chicago Press, 1986; e Diaz-Alejandro, C. Comment on Harberger, op. cit.

<sup>10</sup> Ver Prates, D. A assimetria das contas externas. *Política Econômica em Foco*, n. 4 (seção II).

**Gráfico 3**  
Taxas de câmbio multilaterais



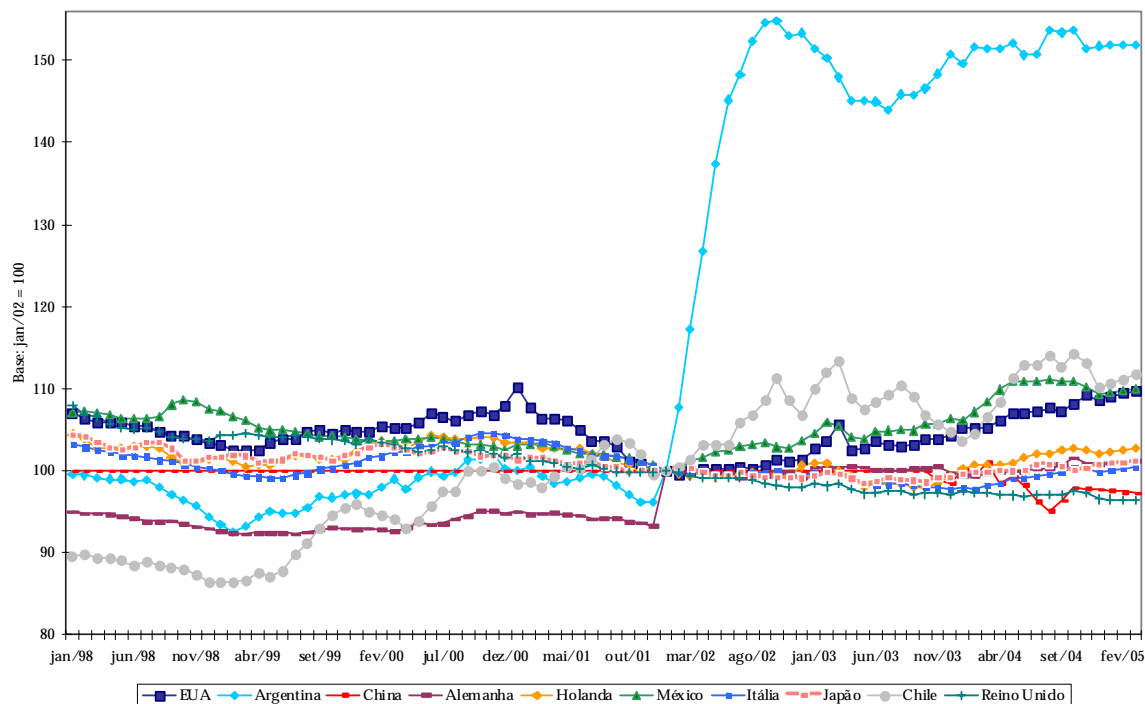
Fonte: Banco Central do Brasil e FMI. Elaboração própria

Fica evidente que de acordo com os três critérios – (1) IPA/IPA, (2) IPA/IPC (utilizado pelo Bacen no Relatório de inflação divulgado em abril) e (3) IPC/IPC – existe uma nítida tendência de apreciação a partir do primeiro trimestre de 2004; em termos percentuais, na comparação de março de 2005 com março de 2004, a apreciação foi de 8,5% no critério 2 e 10% no critério 3. Já as diferenças “de nível” mantêm-se praticamente constantes e são mais pronunciadas no caso do critério 1 devido ao já mencionado “efeito tautológico”; a divergência entre os critérios 2 e 3 é menos intensa, o que se explica pela estabilidade da relação entre os preços dos *tradables* e *non-tradables* na maioria dos nossos principais parceiros comerciais (medida pela relação entre IPA e IPC); as exceções são Chile, México e Estados Unidos e, principalmente, a Argentina, cuja taxa de câmbio sofreu uma forte desvalorização após o abandono do regime de *currency board*, no final de 2001 (ver Gráfico 4). Também transparece no Gráfico 3 que pelo critério IPC/IPC a taxa de câmbio encontra-se num patamar um pouco mais apreciado do que pelo

critério IPA/IPC. Isto porque, nesses parceiros a mudança de preços relativos favorável aos *tradables* significou aumento da competitividade desses bens internacionalmente (e perda relativa de competitividade dos bens comercializáveis brasileiros), dimensão não captada por este último critério.

Talvez mais preocupante do que a apreciação em curso desde o início de 2004 é a perspectiva de sua intensificação ao longo de 2005, pois a partir de meados de março o Bacen interrompeu suas intervenções no mercado de câmbio após três meses de aquisições agressivas de reservas (cujo objetivo certamente foi aumentar o “colchão de segurança” para poder optar pela não-renovação do acordo com o FMI – ver item 3), retomando a estratégia de utilizar a taxa de câmbio nominal como âncora da inflação (ver seção III). Isto porque vários fatores que até agora atenuaram o efeito deletério da valorização cambial sobre o desempenho das exportações de manufaturados podem perder ímpeto ou mesmo se esgotar em 2005 e 2006.

**Gráfico 4**  
Relação IPA/IPC nos 10 principais parceiros comerciais



Fonte: FMI. Elaboração própria.

Um desses fatores consiste no dinamismo da demanda externa, um dos pilares do “choque externo benigno” que, como já mencionado, se manteve no início de 2005, possibilitando, inclusive, o aumento dos preços no mercado internacional por parte de alguns setores de manufaturados, sem afetar as quantidades exportadas<sup>11</sup>, o qual certamente aliviou o impacto negativo da apreciação cambial. Por exemplo, segundo os dados da Funcex, na comparação entre o primeiro trimestre de 2005 e o mesmo trimestre do ano precedente, os preços de exportação dos setores “peças e outros veículos”, “material elétrico”, “máquinas e tratores” e “veículos automotores” elevaram-se em, respectivamente, 16,5%, 13,7%, 7,2% e 3,5%. Ademais, dada a defasagem entre os contratos de exportação e o embarque efetivo (que no caso do

complexo automobilístico pode chegar a mais de um ano), os efeitos da demanda externa vigorosa de 2004 e início de 2005 ainda persistirão nos próximos meses. Como a desaceleração do comércio mundial prevista pelo FMI e pela OMC – que projeta uma taxa real de crescimento de 6,5% contra os 9% registrados em 2004 – parece ter se iniciado no segundo trimestre de 2005 (ver SEÇÃO I) seus impactos sobre as exportações de manufaturados (e das demais categorias de bens) devem se manifestar somente no segundo semestre desse ano e, sobretudo, em 2006 e 2007.

Um segundo fator que também pode estar contribuindo para a inércia das exportações de manufaturados em 2005 é o elevado diferencial entre os juros internos e externos, o qual vem se ampliando desde setembro de 2004 devido à política monetária restritiva adotada pelo Bacen (ver SEÇÃO III). Isto porque, esse diferencial estimula, em princípio, a contratação de crédito

<sup>11</sup> A esse respeito, ver Landim, R. Preço de exportação sobre 11% no bimestre. *Valor Econômico*, 4/04/2005, p. A3.



comercial – Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACCs) ou Adiantamento de Cambiais Entregues (ACE) <sup>12</sup> – para a realização de operações de arbitragem pelas empresas exportadoras capitalizadas, que não precisam empregar os recursos como capital de giro da produção corrente ou, no caso dos ACEs, têm recursos próprios para financiar seus compradores. Ao aplicarem os recursos no mercado local e, assim, usufruírem a alta rentabilidade financeira, essas empresas comporiam uma “taxa de câmbio financeira”, atenuando a perda de rentabilidade real (decorrente da apreciação da taxa de câmbio real).<sup>13</sup> Apesar de algumas matérias veiculadas na imprensa sugerirem que o volume de ACCs não aumentou nos últimos meses <sup>14</sup> ou que as informações disponíveis são inconclusivas,<sup>15</sup> os dados divulgados pelo Bacen mostram um aumento tanto no fluxo mensal quanto na média diária dessa modalidade de crédito no primeiro trimestre de 2005, em relação à média de 2004 (ver Tabela 1). Assim, trata-se de um segundo “efeito defasagem”, pois se por um lado os ACCs têm impacto imediato sobre o mercado de câmbio, contribuindo para o ingresso de divisas e para a apreciação nominal do Real, por outro lado resultarão em embarques efetivos dentro de

<sup>12</sup> No caso do ACC, o exportador recebe do banco financiador o equivalente em Reais do valor em dólar fixado no contrato para exportação futura; já no ACE o exportador, após a entrega da mercadoria, recebe do banco o equivalente em reais do valor em dólar da exportação realizada, recursos que podem ser utilizados para financiar os importadores.

<sup>13</sup> Leo (2005) estima que os ganhos de arbitragem não são superiores à perda de rentabilidade associada à apreciação cambial. Ver: Leo, Sérgio. Crédito e fôlego exportador. *Valor Econômico*, 9/05/2005, p. A2

<sup>14</sup> Ver: Oliveira, V. Busca por diversificação e liquidez do exportador levam à queda de ACC. *Valor Econômico*, 9/05/2005, p. F4.

<sup>15</sup> Segundo Léo (2005), os dados do Banco do Brasil não permitem concluir que o volume dessas modalidades de crédito aumentou em 2005 como resposta ao diferencial de juros. Considerando os dados agregados do período janeiro-abril de 2005, esse volume cresceu 27%, ritmo semelhante à expansão das exportações; já os dados mensais, comparando os contratos realizados relativamente aos mesmos meses de 2004, são bastante divergentes (taxas entre 3% e 50%), devido à grande variação no volume desses contratos no início de 2004.

alguns meses, contribuindo para sustentar essas exportações num patamar elevado ao longo deste ano.

**Tabela 1**  
Operações de ACCs

		Fluxo mensal	Média diária
2004	Jan	5.111	243
	Fev	5.531	307
	Mar	8.403	365
	Abr	8.113	406
	Mai	9.030	430
	Jun	6.460	308
	Jul	7.437	338
	Ago	6.061	276
	Set	5.795	276
	Out	6.184	309
	Nov	5.911	296
	Dez	7.113	309
2005	Jan	6.800	324
	Fev	7.048	392
	Mar	7.988	363
Média/04		6.763	322
Média/05		7.279	359
Variação		7,6	11,7

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Em terceiro lugar, a inércia das exportações de manufaturados está igualmente associada às mudanças nas estratégias de várias empresas nacionais e multinacionais (detalhadas no Boletim precedente), de direcionar para o exterior uma parcela relevante de sua produção, induzidas tanto por fatores de caráter mais estrutural – como a menor incidência de carga tributária sobre essas vendas vis-à-vis às internas, o acesso a crédito externo mais barato e mesmo a instabilidade da demanda doméstica – quanto por condicionantes conjunturais, dentre os quais a evolução mais favorável da taxa de câmbio real e o encolhimento do mercado doméstico, simultâneo ao acúmulo de capacidade ociosa, após a adoção do regime de câmbio flutuante em 1999.<sup>16</sup> Assim, mesmo que

<sup>16</sup> Para uma análise detalhada das mudanças na estratégia exportadora das filiais das empresas transnacionais no Brasil, ver: Baer, Mônica; Cintra, Marcos A. M. *Brasil: investimento estrangeiro direto e estratégias empresariais*. Santiago do Chile: Comissão Econômica para América Latina e Caribe (Cepal), set., 2004.

esses condicionantes se revertam, parcial ou totalmente – por exemplo, além da apreciação cambial real, o excesso de capacidade instalada já está se esgotando em alguns setores – essas decisões têm igualmente uma dimensão estrutural, envolvem custos irrecuperáveis e, por isso, não são facilmente revertidas. A própria conquista de mercados externos pelas novas empresas exportadoras e o aumento da fatia de mercado pelas empresas tradicionais, num contexto de demanda interna instável, contribuiu nesse sentido. Ou seja, existe uma certa histerese nesse processo de aumento da parcela exportada da produção nacional;<sup>17</sup> porém, sua reversibilidade (ou não) certamente dependerá do impacto diferenciado da apreciação do Real sobre a rentabilidade setorial das exportações.

Em alguns setores, como de calçados e têxtil, essa apreciação já comprometeu a rentabilidade das vendas externas, resultando em reversão de algumas decisões de exportação<sup>18</sup> e mesmo na transferência da produção para filiais de empresas brasileiras no exterior.<sup>19</sup> No caso desses setores intensivos em trabalho, ao efeito deletério da apreciação cambial soma-se a concorrência selvagem da China e da Índia nos mercados norte-americano e europeu, que se intensificou esse ano com o fim do Acordo Têxtil e de Vestuário (*Multifiber Agreement*) e, assim, das cotas de importações desses bens pelos países desenvolvidos.<sup>20</sup>

<sup>17</sup> Um exemplo dessa histerese foi a decisão da matriz alemã da Voith Siemens Hydro Power Generation do Brasil de transferir para esta filial parte das encomendas realizadas junto a outras filiais. O objetivo é viabilizar a manutenção de suas linhas de produção até 2006, o que já estava se revelando inviável devido aos prejuízos provocados pela apreciação do Real. Ver: Nakamura, P. Matriz garante operação da Voith no Brasil de 2006. *Valor Econômico*, 4/05/2005, p. B9.

<sup>18</sup> Ver Jurgenfeld; Salgado. Indústria de calçados perde exportação e faz demissões, *Valor Econômico*, 28/03/2005; Landim, R. Fim do acordo têxtil já afeta o Brasil. *Valor Econômico*, 30/03/2005.

<sup>19</sup> Watanabe; Salgado. Produção migra para o exterior. *Valor Econômico*, 14/03/2005.

<sup>20</sup> As empresas calçadistas do pólo industrial de Franca e do Vale dos Sinos têm procurado contornar a perda de rentabilidade decorrente da apreciação cambial e da concorrência feroz da China mediante cortes de custos salariais (via demissões), busca de novos mercados e desenvolvimento

Todavia, o impacto deletério da apreciação cambial sobre a rentabilidade das exportações não se circunscreve a esses setores intensivos em trabalho. De acordo com os dados da Funcex (ver Gráfico 5), em 2004 relativamente a 2003, vários setores da indústria de transformação tiveram perda de rentabilidade, como “veículos automotores” e “peças e outros veículos” (no qual predomina o setor de aviação), os quais tiveram ganhos de “competitividade estrutural”<sup>21</sup> na segunda metade dos anos 90, aumentaram seu coeficiente de exportação após a 1999 e contribuíram expressivamente para o desempenho das exportações em 2004. Nesses primeiros meses de 2005, dada a continuidade da apreciação da taxa de câmbio real, essa perda certamente se acentuou, como sugerem as recorrentes declarações na imprensa dos presidentes das principais empresas automobilísticas presentes no Brasil, explicitando a inviabilidade de manter o volume atual das exportações do setor à taxa de câmbio vigente.<sup>22</sup> Assim, não se pode descartar a hipótese de que se esse patamar de taxa de câmbio persistir, algumas

de produtos mais sofisticados, cuja elasticidade-preço da demanda é menor. Contudo, somente as empresas de maior porte, com marcas estabelecidas (e que, por isso, conseguem aumentar os preços num mercado internacional ainda aquecido, como a Alpargatas) estão sendo bem sucedidas nessa estratégia. De acordo com o diretor do Sindicato da Indústria de Calçados de Franca, as exportações do pólo de Franca devem diminuir 30% em relação a 2004; os resultados ainda favoráveis de janeiro e fevereiro referem-se a contratos de setembro e outubro do ano passado, reflexo do primeiro “efeito defasagem” mencionado acima. Ver: Dantas, Vera. Calçados enfrenta dólar. *Estado de São Paulo* (online), 1º/05/2004; OESP. Importador ainda compra de chineses. *Estado de São Paulo* (online), 1º/05/2004; Adachi, Vanessa. Com dólar fraco Alpargatas amplia em 27% receita com exportação. *Valor Econômico*, 9/05/2005, p.B2.

<sup>21</sup> Nassif, André; Puga, Fernando P. *Estrutura e competitividade da indústria brasileira*. o que mudou? *Revista do BNDES*, dez., 2004.

<sup>22</sup> Os presidentes das filiais brasileiras da *General Motors* e da *Volkswagen* declararam no final de abril e início de maio, respectivamente, que reverterão suas exportações se a taxa de câmbio então vigente persistir. A Fiat, por sua vez, já anunciou a redução em 25% de suas vendas externas em 2005. Ver: Olmos, Marli. Real é maior ameaça ao desempenho da GM no país. *Valor Econômico*, 25/04/2005, p.B1; Olmos, Marli. Real mais caro ameaça exportação da Volks. *Valor Econômico*, 3/05/2005, p.B1; Olmos, Marli. Fiat reduz em 25% previsão de exportação para este ano. *Valor Econômico*, 29,30/04 e 1º/05/2005, p.B1

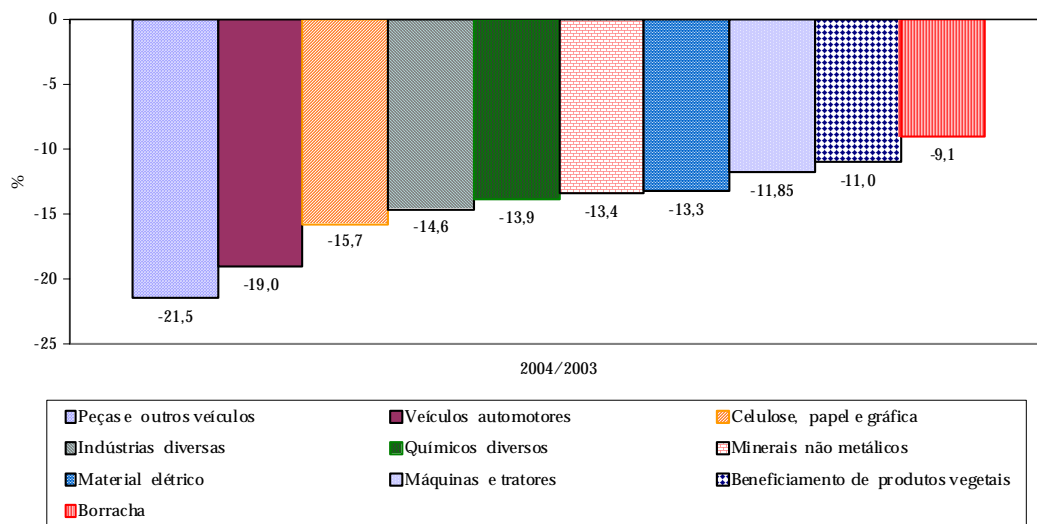
dessas empresas revertam sua decisão, tomada após 1999, de transformar as filiais brasileiras em plataformas de exportação em âmbito regional (Mercosul) ou mesmo global.<sup>23</sup>

A análise setorial também revela que a hipótese levantada (inclusive pelo Min. Furlan) - de que o efeito da apreciação cambial sobre a rentabilidade de alguns setores estaria sendo atenuada pelo seu impacto positivo sobre o custo das importações - não pode ser generalizada, mesmo entre os setores com alto conteúdo importado. Isto porque, vários desses setores (como a própria indústria automobilística, a indústria de material elétrico e químicos diversos) tiveram perda de rentabilidade em 2004, relativamente a 2003 (ver Gráfico 5) - associada, igualmente, à alta expressiva de preços de importantes de insumos no mercado internacional (como aço e produtos petroquímicos).

preocupante, pois estes são setores de maior intensidade tecnológica e foram responsáveis pela melhora, mesmo que marginal, da composição das exportações e do saldo por conteúdo tecnológico em 2004 (ver Gráficos 6 e 7). Como já destacado nos boletins precedentes, o perfil tecnológico da pauta exportadora brasileira constitui uma das principais causas do seu baixo dinamismo. De acordo com o Iedi (2005), os setores que mais contribuíram para o crescimento das exportações em 2004 tiveram declínio em sua participação no comércio mundial entre 1996-2001.<sup>24</sup> O estudo de Ferraz; Ribeiro (2004),<sup>25</sup> realizado para o período 1996-2002, corrobora essa conclusão: no biênio 2001-2002, 39% das exportações brasileiras referia-se a produtos em decadência no comércio mundial (variações negativas) e 18,9% a produtos em regressão (variações abaixo do crescimento médio desse comércio). Mas, como ambos os estudos não abrangem o período pós-2002 -

quando houve aumento dos preços e da demanda internacional de várias commodities exportadas pelo Brasil - poderia se levantar a hipótese de que a pauta brasileira é, hoje, um pouco mais dinâmica, **apesar** do seu perfil tecnológico.

**Gráfico 5**  
Setores com maior perda de rentabilidade das exportações



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

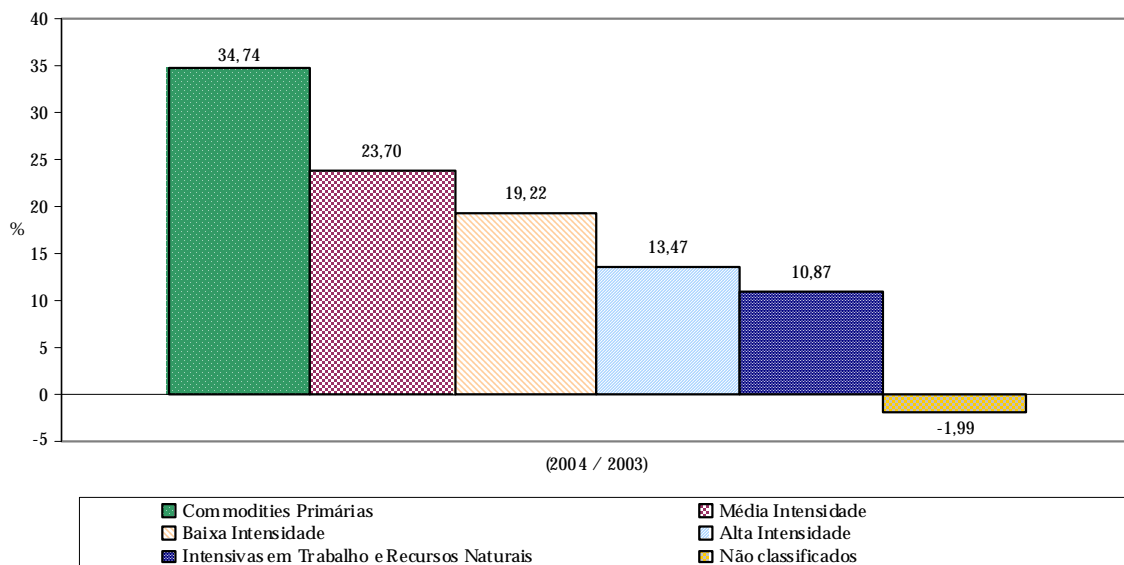
A perda de rentabilidade desses segmentos da indústria de transformação é especialmente

<sup>23</sup> Ver: Baer; Cintra (2004).

<sup>24</sup> IEDI. O comércio exterior brasileiro em 2004. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, fev., 2005.

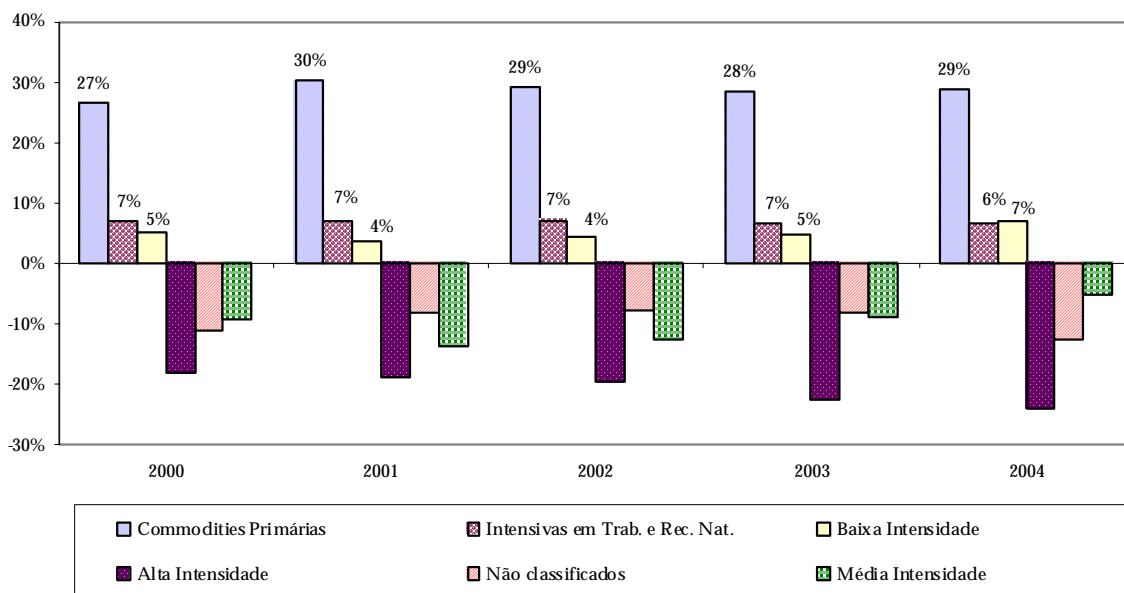
<sup>25</sup> Ferraz, G.; Ribeiro, F. Desempenho exportador global e competição nos mercados da União Européia e dos Estados Unidos. Revista Brasileira de Comércio Exterior, nº 80, ano XVIII, jul/set., 2004, pp.4-23

**Gráfico 6**  
Contribuição ao crescimento das exportações por conteúdo tecnológico



Fonte: Secex. Elaboração própria.

**Gráfico 7**  
Contribuição ao saldo por conteúdo tecnológico



Fonte: Secex. Elaboração própria.

Todavia, os dados agregados da OMC, disponíveis até o momento, não sancionam essa hipótese: a despeito da menor dispersão entre as taxas de crescimento das exportações das diferentes categorias de produtos no período

recente, as exportações de manufaturas seguiram se expandindo acima da média mundial e mais rapidamente que aquelas de produtos agrícolas e

da indústria extrativa (que inclui as commodities metálicas) no biênio 2002-2003 (ver Tabela 2).<sup>26</sup>

**Tabela 2**

Taxa anual média de crescimento das exportações mundiais

	1995-00	2002-03
Exportações mundiais	7,0	3,8
Produtos agrícolas	3,5	3,3
Produtos das indústrias extrativas	3,5	1,5
Manufaturas	8,0	4,5

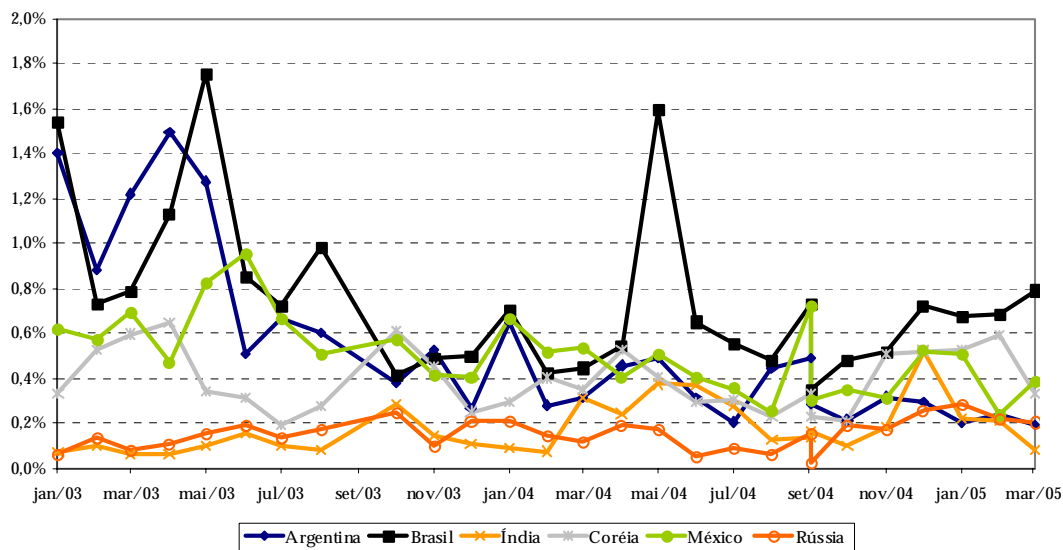
Fonte: OMC. Elaboração própria.

Finalmente, vale destacar que 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 em setores *tradables* – principalmente naqueles de maiores conteúdo tecnológico e dinamismo no comércio mundial, nos quais o Brasil não tem competitividade estrutural e, assim, necessita constituir vantagens comparativas dinâmicas.<sup>27</sup> Aliás, 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. Nesse quesito – da volatilidade cambial – a economia brasileira também tem ocupado posição de liderança entre as economias emergentes que adotam regimes de câmbio flutuante (ver Gráfico 8).

Esses efeitos negativos do nível e da volatilidade da taxa de câmbio já podem estar desestimulando as exportações de manufaturados, cuja média diária caiu em abril e persiste em queda em maio. Ao que tudo indica, o governo vai procurar compensar sua negligência na gestão da política cambial por medidas compensatórias. Além da redução do custo da linha de pré-embarque do BNDES-exim no início de maio, já foi veiculada na imprensa a elaboração de um pacote de medidas para estimular a produção

**Gráfico 8**  
Volatilidade da taxa de câmbio nominal



Fonte: The Economist. Elaboração própria.

<sup>26</sup> A esse respeito, ver também: WTO. *World Trade Report*, 2004. Geneve: World Trade Organization; UNCTAD. *Trade and Development Report*. Geneve: United Nations on Trade and Development, 2004. Enquanto o relatório da WTO mostra a manutenção da tendência de declínio da participação dos setores extrativo e agrícola no comércio internacional em 2002, a UNCTAD destaca que a alta dos preços nominais das commodities no período 2002-2003 não tinha sido suficiente para estancar sua tendência de queda em termos reais.  
<sup>27</sup> Ver Kupfer, D. Lebres e tartarugas. *Valor Econômico*, 4/05/2005, p. A11

destinada à exportação, que condicionaria a redução de impostos (PIS e Cofins) a metas de exportação.<sup>28</sup> Contudo, é pouco provável que essas medidas consigam contrabalançar aqueles

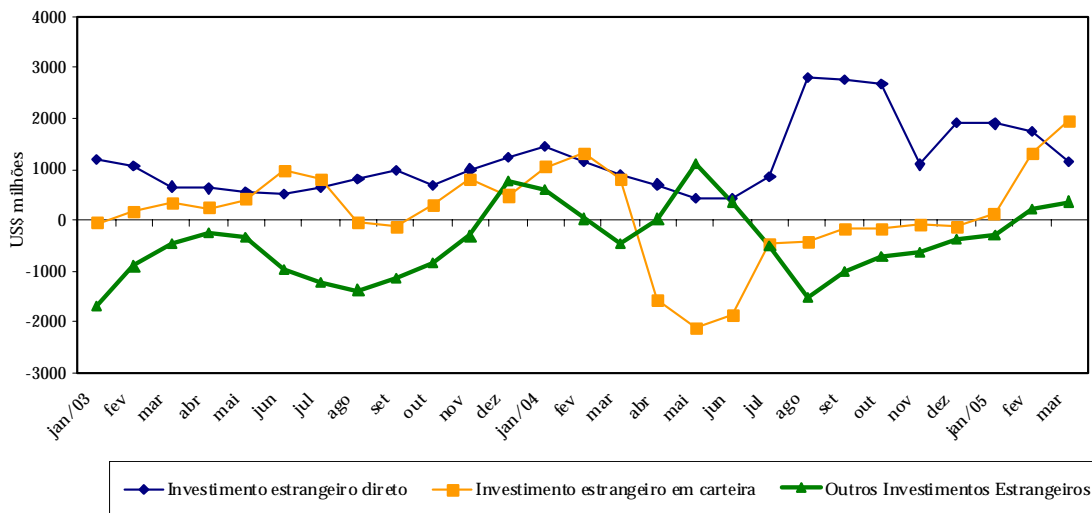
<sup>28</sup> Ver: Romero, C. De olho na oferta, governo estuda pacote pró-produção. *Valor Econômico*, 6,7,8/05/2005, p. A3; Rocha, J. Furlan já faz lista de projetos que podem ganhar desoneração. *Valor Econômico*, 11/05/2005, p. A12.

efeitos, dado o papel da taxa de câmbio como preço-chave nas decisões de produzir e, principalmente, investir para exportação.

### 1.2 A conta financeira

Ao contrário do observado em 2004, no primeiro trimestre de 2005 a conta financeira registrou fluxos positivos nas sub-contas “Investimentos em carteira” e “Outros investimentos” (ver Gráfico 9). No âmbito os investimentos em carteira ou de portfólio, os ingressos líquidos decorreram tanto de aplicações de não-residentes na Bovespa quanto das maiores taxas de rolagem dos títulos emitidos no exterior; já na sub-conta “Outros investimentos”, esses ingressos decorreram das taxas de rolagem positivas de algumas modalidades de crédito bancário, como crédito comercial, de fornecedores e sindicalizados.

**Gráfico 9**  
Composição da conta financeira



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

No caso das aplicações em ações na Bovespa, investidores atípicos no mercado brasileiro, como *hedge funds* de perfil altamente especulativo – em busca de rendimentos num contexto de apetite por risco ainda elevado e taxas de juros dos países centrais em patamar baixo em

termos históricos – adquiriram um volume expressivo de ações na Bovespa, estimado em US\$ 3,7 bilhões somente em fevereiro.<sup>29</sup> Contudo, sua presença foi efêmera: em março, com o aumento da incerteza no cenário internacional – associada ao aumento das incertezas em relação à evolução da inflação e da política monetária americana nos próximos meses – esses investidores resgataram suas aplicações e provocaram uma forte desvalorização no Ibovespa.

Em relação aos títulos de renda fixa, como não houve mudanças relevantes nas condições de liquidez internacional em relação à 2004 no período analisado (ver SEÇÃO I), os determinantes dos ingressos líquidos positivos foram as taxas de rolagem superiores a 100 (ver Gráfico 10), associadas ao aumento do diferencial entre os juros externos e internos e aos receios de uma mudança nessas condições ao longo de 2004, os quais induziram os emissores privados a emitir *Notes e Commercial Papers* no exterior, seja para

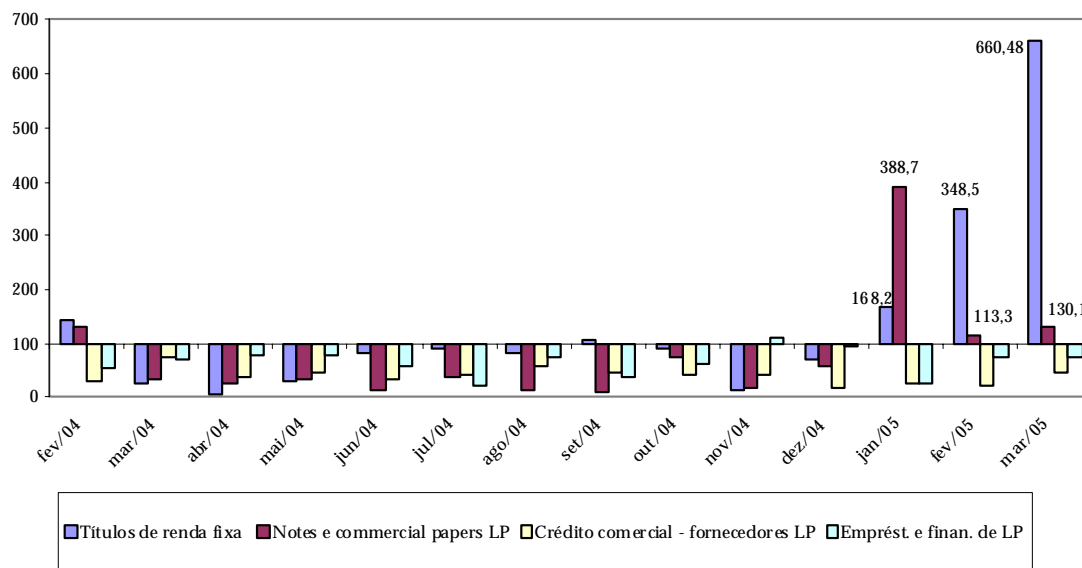
obter ganhos financeiros com a aplicação dos recursos no mercado doméstico, seja para adiantar o cronograma de emissões externas previstas para o ano – especialmente em janeiro, quando predominaram as emissões privadas (principalmente de insti-

tuíções financeiras). Já em fevereiro e março predominaram as emissões do setor público (registradas na modalidade Títulos de Renda Fixa,

<sup>29</sup> Ver Luquet, M. Hedge funds internacionais puxam queda na Bovespa. *Valor Econômico*, 4/04/2005, p. D1.

que abrangem as *Notes e Commercial Papers* emitidos pelo setor privado e os bônus soberanos), que também aproveitou a “janela de oportunidade” para adiantar as captações programadas para 2005.

**Gráfico 10**  
Taxas de rolagem mensais



**Fonte:** Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

O diferencial de juros atraiu, igualmente, outras modalidades de recursos externos, dentre os quais: (i) investimentos estrangeiros em derivativos, os quais, devido a sua alta alavancagem, tiveram impactos marginais sobre o ingresso efetivo de divisas<sup>30</sup>; (ii) linhas de crédito comercial (ACCS), cuja contratação explica o elevado volume de câmbio contratado no segmento comercial (ver Tabela 1) e; (iii) linhas de crédito interbancárias contraídas junto a instituições financeiras no exterior (com o objetivo de realizar operações de arbitragem), que se refletiram em posições de câmbio vendidas pelos bancos desde novembro de 2004 (ver Tabela 3).

30 Sobre esses investimentos, ver: Farhi, M. Os vínculos entre a taxa de juros, o Risco País e a taxa de câmbio do Real. Suplemento n. 4 do Boletim *Política Econômica em Foco* n.4, 11/03/2005. Contudo, os dados das posições compradas e vendidas nos contratos futuros de taxa de câmbio e de juros, divulgados pela BM&F, mostram uma retração desses investimentos a partir de março. Ver: [www.bmf.com.br](http://www.bmf.com.br).

Enquanto os fluxos líquidos na conta financeira atenuaram o saldo negativo do câmbio contratado no segmento financeiro no 1º trimestre em 2005, essas duas últimas modalidades de crédito reforçaram o excesso de divisas no segmento comercial, o qual tem se traduzido em apreciação

nominal (e real) da taxa de câmbio – intensificada após a decisão da autoridade monetária de interromper suas aquisições de moeda estrangeira em meados de março.

Contudo, as condições de liquidez externas favoráveis aos mercados emergentes começaram a dar sinais de reversão em abril. Além do ambiente de maior incerteza em relação ao ritmo de alta da taxa de juros americana, que já havia afetado a aversão ao risco em âmbito global, o rebaixamento dos *ratings* de crédito dos títulos da Ford e da *General Motors* (nesse caso, para a categoria de “*junk bonds*”) no final de abril e, logo em seguida, rumores de quebra de “*hedge funds*” com alta exposição nesses títulos<sup>31</sup>, reforçaram esta aversão e implicaram aumento dos *spreads* dos títulos “emergentes”, principalmente daqueles classificados como “grau especulativo”, caso dos títulos soberanos brasileiros – que, devido a sua maior liquidez no mercado secundário de títulos de dívida emergente, em geral são os mais afetados nos momentos de instabilidade.

31 Bautzer, T; Lucchesi, C. B. Rumores de quebra de fundos derrubam mercados no mundo. *Valor Econômico*, 11/05/2005, p. C1.

**Tabela 3**  
Câmbio contratado

Período	Operações com clientes no país			Operações c/ instit. no ext. <sup>(2)</sup>	Saldo Líquido	Posição do Bancos	
	Comercial	Financeiro <sup>(1)</sup>	Saldo			Comprada	Vendida
out/04	2 850	- 1 925	925	-253,2	672	118	
nov/04	1 456	- 2 108	- 652	-403,7	- 1 056		949
dez/04	3 612	- 866	2 746	-443,7	2 303		1368
2004	36 672	- 24 747	11 925	-5563,0	6 362		1368
jan/05	2 000	- 221	1 779	-439,6	1 340		2719
fev/05	3 519	420	3 939	4,0	3 943		3414
mar/05	4 557	- 1 470	3 087	-56,1	3 031		3076
jan-mar/05	10 076	- 1 271	8 805	- 492	8 314		

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria

Notas:

(1) Exclui operações do interbancário e operações externas do Banco Central

(2) Compra e venda de moeda estrangeira e ouro contra moeda nacional

Assim, mais uma vez explicitou-se a elevada correlação entre os prêmios de risco dos títulos “emergentes” e dos “junk bonds”, em sua maioria papéis de alta rentabilidade emitidos por corporações americanas <sup>32</sup>. Até o momento, a queda dos preços desses papéis não contaminou tão intensamente os mercados emergentes, mas vale lembrar os eventos do ano de 2002, quando a onda de “downgradings” de títulos corporativos dessas empresas teve como desdobramento o forte aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros dos países centrais, que se espalhou para os mercados emergentes, resultando num declínio significativo dos preços e no virtual fechamento do acesso dos tomadores “sem grau de investimento” ao mercado internacional de títulos de dívida.

Esse ambiente menos favorável em termos de liquidez externa já teve reflexos sobre os fluxos de capitais em abril: além do aumento dos custos das captações, a disponibilidade crédito externo diminuiu e se intensificaram os resgates de aplicações em ações na Bovespa e em ADRs por parte dos investidores estrangeiros. Ademais, no contexto atual existe o risco potencial de pressões adicionais sobre o mercado de câmbio decorrentes

da saída de capitais por parte de residentes, que foram liberalizadas no âmbito das mudanças estruturais no mercado de câmbio adotadas pelo CMN no início de março e detalhadas a seguir.

## 2 Indicadores de vulnerabilidade externa

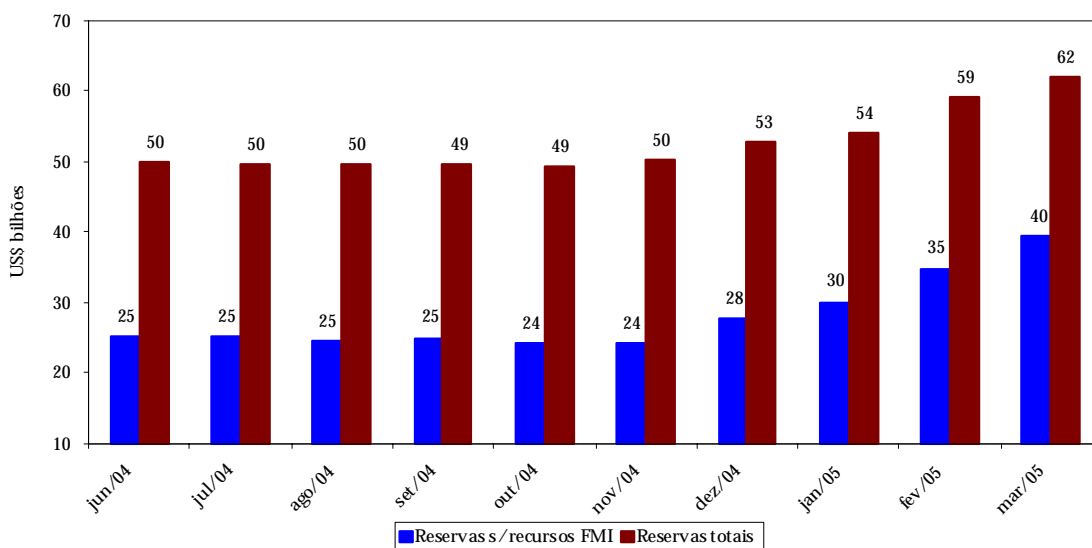
Como mencionado na Introdução, em 2005 a situação de liquidez externa, que reflete a vulnerabilidade externa no curto prazo, apresentou melhora substantiva, acompanhando, assim, a tendência de alívio progressivo da situação de solvência externa observada nos últimos anos. Essa foi condicionada por duas decisões de política correlacionadas: em primeiro lugar, pela estratégia de recomposição das reservas pelo Bacen entre dezembro de 2004 e início de março de 2005 - que resultou no aumento das reservas líquidas ajustadas de US\$ 28 bilhões em janeiro para cerca de US\$ 40 bilhões em março -, condicionada pela intenção de não-renovar o acordo com o FMI; e, em segundo lugar, pela própria não-renovação deste acordo, que implicou a incorporação dos recursos emprestados pelo FMI nas reservas totais<sup>33</sup> (ver Gráfico 11).

<sup>32</sup> A esse respeito, ver: IMF. *Global Financial Stability*. Washington D.C.: International Monetary Fund, march., 2003.

<sup>33</sup> Em relação aos impactos da não-renovação desse acordo sobre a situação de liquidez externa, ver: Prates, D. Renovar ou não o Acordo com o FMI: ousadia versus prudência. *Política Econômica em Foco*, n. 4, 18 mar. 2005. (Suplemento n. 5).



**Gráfico 11**  
Reservas internacionais

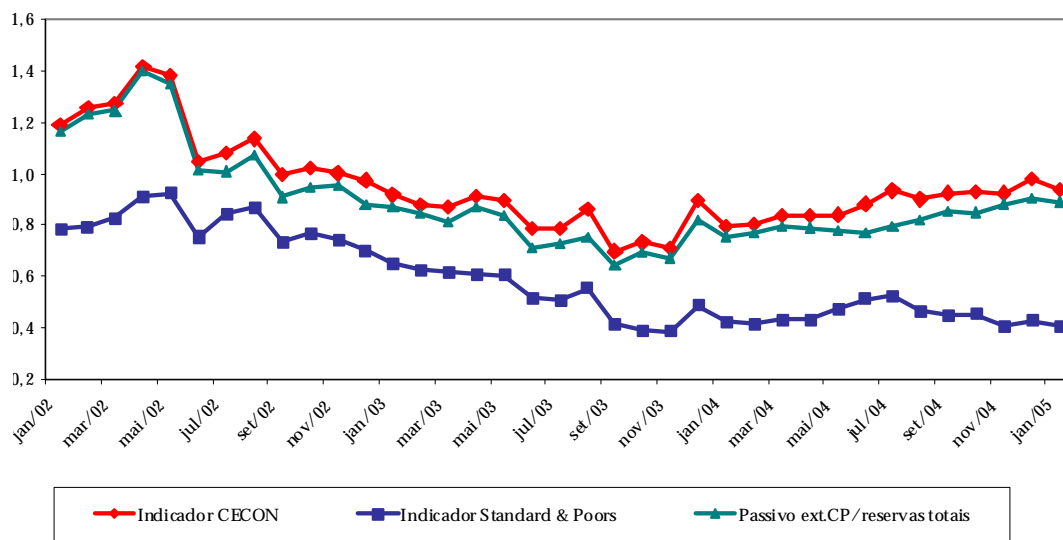


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

estrangeiro de portfólio, que se elevou ao longo do ano passado (já o Indicador da S&P contabiliza no numerador somente as amortizações devidas nos próximos 12 meses e o estoque de dívida de curto prazo).

Quando recalculamos os indicadores de liquidez considerando as reservas totais (incluindo os recursos do FMI) no denominador (cálculo que já desconta as amortizações com o FMI no caso dos Indicadores Cecon e Standard & Poors – S&P), a melhora é surpreendente, resultando inclusive num indicador S & P menor que 1, umas das pré-condições para a classificação de um país como “*investment grade*” (ver Gráfico 12). Vale mencionar que os valores mais elevados e a tendência de crescimento dos demais indicadores em 2004 (Indicador Cecon e Passivo externo de curto prazo/reservas) decorrem da consideração, no numerador, do estoque de investimento

**Gráfico 12**  
Indicadores de liquidez externa – sobre reservas totais



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Todavia, este é somente um retrato, que pode estar escondendo uma situação de liquidez potencialmente mais vulnerável, devido às mudanças estruturais no marco regulatório do mercado de câmbio viabilizadas pelas Resoluções aprovadas em 4 de março pelo CMN, entre as quais se destacam: a unificação dos mercados de câmbio livre e flutuante e a extinção da CC5; e a

dilatação do prazo para cobertura cambial das exportações para 210 dias (ver Quadros 1 e 2 no anexo).

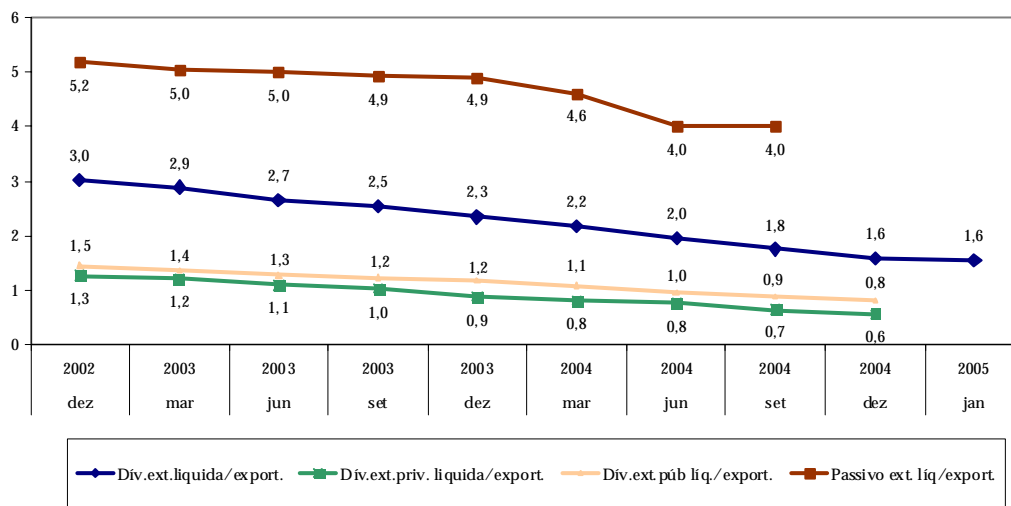
Essas mudanças significaram, simultaneamente: (1) um aprofundamento da abertura financeira, associada à eliminação dos limites para que pessoas físicas e jurídicas convertam reais e dólares e os remetam ao exterior; com as mudanças qualquer residente no país pode efetuar suas remessas diretamente, sem a intermediação das antigas “contas de instituições financeiras não-residentes”, que eram utilizadas somente por “grandes fortunas” dado os elevados custos envolvidos (CPMF, IOF, comissões exigidas pelos bancos),<sup>34</sup> em outras palavras, foram liberalizadas as operações de saída de recursos pelos residentes, chamadas de “outward transactions”; (2) ampliação da conversibilidade da conta corrente, com a flexibilização da cobertura cambial, que significa a ampliação dos prazos de retenção de dólares no exterior pelos exportadores.

Assim, em termos potenciais, a situação de liquidez deteriorou-se. Além do aumento na mobilidade de capitais pelos residentes – que agora, com um custo e burocracia muito menores, podem realizar investimentos no exterior, bem como converter suas aplicações de alta liquidez em Reais para moeda estrangeira numa situação de *stress* – agora problemas de liquidez também

poderão surgir em função da atuação dos exportadores, que passarão a se comportar, ainda mais, como especuladores, internalizando ou não suas divisas em função das expectativas em relação à evolução da taxa de câmbio e ao diferencial de juros.<sup>35</sup>

Em relação à solvência externa (ver Gráfico 13), sua melhora nos últimos anos decorre da combinação de dois processos: o ótimo desempenho das exportações e a queda da dívida externa em 2004 (de cerca de US\$ 14 bilhões).

**Gráfico 13**  
Indicadores de Solvência Externa



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Esta queda deve persistir nos próximos anos, seja pela maior aversão ao risco cambial após a adoção

<sup>35</sup> Vale mencionar que a Fiesp está elaborando um projeto de lei, a ser encaminhado ao Congresso Nacional, propondo a eliminação da cobertura cambial e a permissão da abertura de contas em dólares pelos exportadores no país. Ver: Lucchesi, C. P. Fiesp propõe conta em dólar no país. *Valor Econômico*, 15/03/2005. Se este projeto for eventualmente aprovado, significará um passo adicional em direção à abertura financeira completa da economia e, assim, um aumento dos riscos potenciais (em termos de instabilidade macroeconômica e crescimento) associados a essa abertura nos países em desenvolvimento, atualmente reconhecidos inclusive por economistas do *mainstream* da Economia. Ver, por exemplo: Rodrik, D. Who needs capital account convertibility. *Essays in International Finance* n. 206: 55-66, Princeton, 1998

<sup>34</sup> Sobre a redução do custo das remessas, ver Camba, D. Remessas sem escala. *Valor Econômico*, 10/3/2005, p. B1.

do regime de câmbio flutuante, seja pelo aprofundamento, mesmo que incipiente, do mercado de capitais doméstico (as emissões de debêntures estão batendo novos recordes em 2005; ver SEÇÃO III), seja pela dinâmica intrinsecamente volátil do mercado internacional de títulos de dívida.

Para finalizar, alguns comentários sobre a sustentabilidade no médio e longo prazo da taxa de crescimento das exportações brasileiras, essencial para a manutenção da tendência de melhora da situação de solvência externa. Como vimos no item 1.1, o perfil tecnológico dessas exportações tem se relevado menos desfavorável nos últimos anos, em função especialmente do “efeito china”, que tem impulsionado os preços e as quantidades exportadas das commodities primárias. A questão que se coloca é exatamente o peso relativo dos fatores estruturais e conjunturais na alta recente desses preços e, assim, a sua persistência no médio e longo prazos.

Alguns autores têm vislumbrado a possibilidade de inversão da tendência secular de deterioração dos termos de troca desses bens, associada não somente ao “efeito-china” (no caso das commodities “pesadas”), mas também à “decommoditização” de algumas commodities “soft” (por exemplo, produtos alimentícios como peixes e frutas, que são submetidos a processos sofisticados de embalagem e conservação e cuja demanda têm se elevado nos países desenvolvidos).<sup>36</sup> Outros analistas, por sua vez, têm destacado que a alta desses preços também esteve associada à combinação excepcional dos preços-chave da economia internacional nos três últimos anos – dólar depreciado (que induz a alta dos preços nominais cotados em US\$ no mercado mundial) e juros baixos (que estimulam a especulação com estoques) – combinação que já

começou a se reverter, dado o movimento de alta dos juros americanos e a interrupção da tendência de desvalorização do dólar a partir de outubro do ano passado. Ademais, um fator adicional subjacente a essa alta, o crescimento sincronizado da economia mundial, também dá sinais de reversão.

Adicionalmente, o “efeito china” tem uma segunda dimensão, perversa para países em desenvolvimento de renda média como o Brasil: a concorrência no mercado de bens manufaturados. Além dos mercados de têxtil e calçados, a China (e a Índia), beneficiadas pelas suas ofertas “ilimitadas” de mão-de-obra, estão invadindo diversos mercados nos quais as exportações brasileiras têm participação relevante, como automóveis, etc – com destaque para o mercado norte-americano -, pressionando os preços para baixo, reforçando a tendência de deterioração dos preços de alguns bens manufaturados (destacada por Singer<sup>37</sup>) e, conseqüentemente, reduzindo as fatias de mercado das empresas residentes no Brasil. Assim, fica a incógnita de qual será o efeito líquido da expansão econômica da China não somente sobre os termos de troca das commodities, mas também dos bens manufaturados exportados pelo Brasil – e, assim, sobre a participação das exportações brasileiras no comércio internacional.

<sup>36</sup> Ver Kaplinsky, R. *Revisiting the revisited terms of trade*. Sussex: Institute of Development Studies, 2005.

<sup>37</sup> Singer, H. W. *The distribution of gains revisited*. Caircross; Puri (Ed.). *The strategy of international development*. London: Mcmillan, 1975. (reimpressão da edição de 1971).

**ANEXO**

**Quadro 1**  
Unificação dos mercados de câmbio (Resolução 3.265 de 4/03/3005)

<b>Situação Anterior</b>	<b>Situação Atual</b>
Existência de dois segmentos no mercado de câmbio com regras distintas e características próprias: Mercado de Câmbio de Taxas Livres (MCTL) e Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes, além do segmento das Transferências Internacionais em Reais – TIR, com regulamentação própria	Existência de um mercado único para as operações de câmbio, transferências internacionais em reais e ouro-instrumento cambial.
Transferências ao exterior somente podiam ser cursadas diretamente na rede bancária se estivessem contempladas e detalhadas na regulamentação do Bacen. Caso contrário, este último analisava caso a caso a operação em questão.	Pessoas físicas e jurídicas podem comprar ou vender moeda ou realizar transferências internacionais em reais, de qualquer natureza, sem limitação de valor, ficando dispensada a autorização prévia do Bacen para a assunção de compromisso no exterior
Regulamentação da venda de moeda estrangeira para fins de investimento no exterior restrita.	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.
Investimento direto no exterior, até o limite de US\$ 5 milhões, por período não inferior a 12 meses. Não havia regulamentação para IDE por parte de pessoa física	Investimentos diretos no exterior, por parte de pessoas físicas e jurídicas não financeiras, podem ser efetuados sem qualquer restrição.
No caso de venda ou dissociação do empreendimento externo, o titular do investimento devia promover, de imediato, o retorno ao País dos recursos transferidos.	Fim da obrigatoriedade de retorno desses recursos, podendo ser livremente reaplicados no exterior.
Obrigatoriedade de envio ao Bacen 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.	Fim da obrigatoriedade de envio ao Bacen de qualquer comprovação do documento, nas operações relacionadas a investimento direto no exterior.

**Quadro 2**

Regras cambiais nas operações de exportação (Resolução 3.266 de 4/03/3005)

<b>Situação Anterior</b>	<b>Situação Atual</b>
Eram vedadas instruções para pagamento ou crédito no exterior, diretamente ao exportador ou a terceiros, de qualquer valor de exportação, exceto aqueles relativos a comissão de agente e a parcelas de outra natureza devidas a terceiros.	Exportações conduzidas por intermediário no exterior, de valor inferior a US\$ 10 mil ou o equivalente em moeda estrangeira, estão autorizadas ao pagamento diretamente ao exportador ou a terceiros.
O contrato de câmbio era considerado irregular e a comprovação da cobertura cambial era devida a partir da data pactuada entre exportador e importador para o pagamento da operação, prevista nos correspondentes documentos da exportação e indicada no contrato de câmbio.	A comprovação da cobertura cambial é exigida a partir de 210 dias da data de embarque da mercadoria ou da prestação de serviços, e 30 dias da data indicada no Registro de Crédito (RC), nas operações sujeitas a esse registro.
Não havia regulamentação para a verificação de cobertura cambial	A cobertura cambial se dá por meio da vinculação dos contratos aos registros de exportação com despachos averbados no Siscomex, da liquidação dos contratos de câmbio relativos à prestação de serviços ou da confrontação por CNPF/CPF do total das vendas ao exterior em relação ao total dos valores recebidos do exterior.
O contrato de câmbio de exportação devia ser celebrado pelo exportador constante o registro de exportação do Siscomex.	São aceitas, em alguns casos, vinculações de contrato de câmbio celebrado por pessoa diversa do exportador: fusão cisão ou incorporação de empresas, empresas do mesmo grupo, decisão judicial, etc.
Operações de câmbio simplificado de exportação eram restritas às exportações de mercadoria	Operações de câmbio simplificado de exportação passam a contemplar exportações de serviços