

SEÇÃO II – BALANÇO DE PAGAMENTOS

A Permanência da Vulnerabilidade Externa

Daniela Magalhães Prates¹

Introdução

A evolução do balanço de pagamentos brasileiro após 1999 foi condicionada pela mudança no regime de política econômica, cujo marco foi a adoção do regime câmbio flexível em janeiro daquele ano,² e pela ampliação do grau de abertura financeira da economia em 2000, com a eliminação praticamente total das restrições ainda existente aos fluxos de capitais entre o País e o exterior.³ Contudo, a adoção do regime de câmbio flutuante, num ambiente de livre mobilidade de capitais, não aliviou a situação de vulnerabilidade externa do País.

No contexto atual de globalização financeira, as flutuações da taxa de câmbio, supostamente destinadas a eliminar os desequilíbrios do balanço de pagamentos, se revelaram altamente desestabilizadoras. Neste ambiente, o principal determinante da evolução dos Balanços de Pagamentos dos países, de forma geral, é o desempenho da conta financeira. No caso dos países periféricos, como o Brasil, com desequilíbrio nas transações correntes e um elevado passivo externo (seja de curto, seja de médio e longo prazos), essa relação de causalidade é ainda mais acentuada.

¹ Esta seção contou com a colaboração de Maria Fernanda Zanetti de Souza, bolsista de iniciação científica CNPq-PIBIC, e de Rosângela Ballini, responsável pela área de métodos quantitativos.

² O segundo pilar deste regime, a política de metas de inflação – que se tornou a âncora da política monetária – foi implementado em junho de 1999 (ver SEÇÃO III).

³ Sobre o processo de abertura financeira nos anos 90 e as medidas adotadas em 2000, que resultaram na liberalização praticamente total dos fluxos de capitais entre o país e o exterior, ver: Freitas, M. C., Prates, D. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. *Economia e Sociedade*, n. 17, p. 81-111, 2001.

Isto porque esses países dependem do ingresso de fluxos líquidos de capitais privados para fechar suas contas externas, os quais são altamente voláteis. A volatilidade dos fluxos de capitais direcionados para os chamados “países emergentes” não está associada somente ao fato desses fluxos serem determinados, em última instância, por uma dinâmica exógena e intrinsecamente instável – aquela dos mercados financeiros internacionais globalizados, que depende, por sua vez, da fase do ciclo econômico e do patamar das taxas de juros dos países centrais –, mas também à sua forma particular de inserção nesses mercados. Por um lado, apesar do crescimento do volume absoluto dos fluxos de capitais direcionados para esses países nos anos 90, a sua participação nos fluxos globais continua marginal,⁴ o que os torna mais vulneráveis às mudanças nas expectativas dos investidores estrangeiros, uma vez que a venda das moedas e ativos financeiros emitidos por esses países tem efeitos igualmente marginais sobre a rentabilidade dos portfólios desses agentes. Por outro lado, os títulos emitidos pelos países emergentes, principalmente daqueles com maior prêmio de risco, classificados como “sem grau de investimento” (*sub-investment grade*) pelas agências de *rating*, integram um mercado mais amplo, o de papéis de alta rentabilidade (*high yield bonds*), cuja dinâmica é inerentemente especulativa e, conseqüentemente, volátil.

Assim, para compreender a evolução do balanço de pagamentos da economia brasileira após a adoção do regime de câmbio flutuante é fundamental analisar a dinâmica dos fluxos de capitais para os países

⁴ De acordo com dados do BIS, em dezembro de 2002, os países centrais absorviam 80% do estoque de empréstimos bancários internacionais. No mercado internacional de títulos de dívida esta concentração era ainda maior: 88% do estoque total de títulos haviam sido emitidos por residentes desses países. (BIS – Bank for International Settlements. *Quarterly Review*, Jun., 2003a.).

emergentes neste período, o que será feito no primeiro item. No segundo item, apresenta-se esta evolução no período 1999 – primeiro semestre de 2003. No terceiro item, examina-se o comportamento dos passivos externos no período, a partir de alguns indicadores de vulnerabilidade externa.

1 Os Fluxos de Capitais para os Países Emergentes após 1999

O período analisado (1999 ao primeiro semestre de 2003) caracterizou-se pela retração de algumas modalidades de financiamento externo, com destaque para os investimentos de portfólio – associada às sucessivas crises financeiras que eclodiram nos países emergentes após o ciclo de abundância de recursos externos dos anos 90 – e pela alternância de ciclos de liquidez de curta duração com períodos de virtual fechamento do acesso dos emissores dos países emergentes ao mercado financeiro internacional (ver [Gráfico 1](#) e [Gráfico 2](#)).

Esta dinâmica de “*feast or famine*”⁵ – abundância ou escassez – caracterizou, sobretudo, o mercado internacional de capitais (que abrange os mercados de *securities* – títulos de dívida e ações) e, especialmente, aquele de títulos de dívida. Já as emissões brutas de ações mostraram uma menor volatilidade, mas foram menos significativas e concentradas em poucos

emissores dos países asiáticos.⁶ As concessões de empréstimos bancários, por sua vez, apresentaram uma certa volatilidade em 2000 e mantiveram-se num patamar baixo a partir de então⁷ (ver [Gráfico 2](#)).

Essa seção procura enfatizar as principais características dos mercados de títulos de dívida após 1999, uma vez que estes consolidaram-se como principal segmento do mercado financeiro internacional nos anos 90, e os títulos de dívida constituíram, no período analisado, a principal modalidade de captação de recursos pelos países emergentes.⁸

⁶ Em 2002, a China foi responsável por 33% do total das emissões, e por 50% do total emitido no quarto trimestre (IMF, 2003).

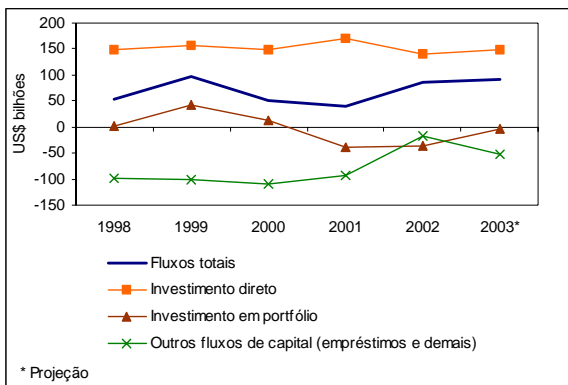
⁷ Os empréstimos bancários líquidos para os países emergentes reduziram-se após a crise asiática (ver [Gráfico 1](#)). Entre 1998 e 2001, o fluxo líquido foi negativo em US\$ 344 bilhões. Em 2002, este fluxo foi positivo em US\$ 5,8 bilhões, devido à redução dos depósitos no exterior dos agentes residentes nesses países e não à expansão dos empréstimos. No final deste ano, os passivos dos bancos internacionais com os países emergentes superavam os ativos em US\$ 197,6 bilhões. Isto quer dizer que o conjunto de países emergentes tornou-se emprestador líquido de capitais para o sistema bancário internacional (BIS, 2003a). Enquanto os países latino-americanos continuam devedores líquidos do sistema (em US\$ 39,5 bilhões no final de 2002), os demais países emergentes, sobretudo asiáticos, tornaram-se emprestadores líquidos. Após a crise de 1997/98, as empresas e bancos dos países do Leste Asiático não somente amortizaram suas dívidas, mas também aumentaram seus depósitos externos, como contrapartida dos superávits em transações correntes gerados a partir de então. Sobre a dinâmica dos fluxos de empréstimos bancários no período recente, ver: Cintra, M. A. M., Farhi, M. Os limites da inserção internacional dos países emergentes no limiar do século XXI. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 23, n. 2, 2003.

⁸ A proeminência do mercado internacional de capitais, vis-à-vis o de crédito bancário, está associada ao processo de securitização das dívidas, em curso desde os anos 80. Contudo, no caso dos países emergentes do Leste Asiático, na primeira metade dos anos 90 os empréstimos bancários constituíram a principal fonte de financiamento, tendo desempenhado um papel central no ciclo de endividamento externo subjacente à crise de 1997/98. Já no caso dos países latino-americanos, o endividamento mediante emissões de títulos de dívida predomina desde a sua reinserção no mercado financeiro internacional no início dos anos 90.

⁵ O FMI tem utilizado em seus relatórios as expressões “*on-off nature*” (ver, por exemplo, Adams, C.; Mathieson, D., Schinasi, G. *International capital markets: developments, prospects and key policy issues*. Washington D.C.: International Monetary Fund, Sept., 1999; e Mathieson, D. J.; Schinasi, G. *International capital markets: developments, prospects and key policy issues*. Washington D.C.: International Monetary Fund, Jul., 2001) e, mais recentemente, “*feast or famine*” (IMF. *Global financial stability*. Washington D.C.: International Monetary Fund, Mar., 2003a) para caracterizar a dinâmica volátil dos fluxos de capitais direcionados para os mercados emergentes.

Gráfico 1

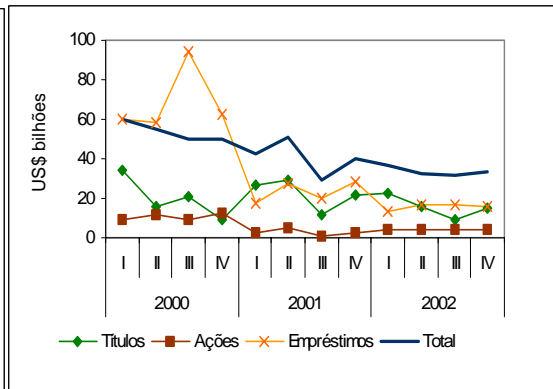
Fluxos líquidos de capitais privados para os países emergentes



Fonte: FMI. *World Economic Outlook* (Apr., 2003b).

Gráfico 2

Fluxos brutos de capitais privados para os países emergentes



Fonte: FMI. *Global Financial Stability* (several issues).

A volatilidade do acesso dos países emergentes ao mercado de títulos de dívida reforçou-se nos últimos anos, devido à influência crescente das mudanças do sentimento dos investidores e das condições de liquidez globais sobre esse segmento. De acordo com cálculos realizados pelo FMI (IMF, 2003a), essa influência transparece na elevada correlação entre a volatilidade e os prêmios de risco dos chamados “mercados emergentes” (medido pelos índices como o EMBI+) e o comportamento dos mercados acionários dos países centrais e, principalmente, no comportamento “sincronizado” entre os *spreads* dos chamados “junk bonds”, os títulos de alta rentabilidade emitidos por corporações americanas (*US high-yield bonds*), e aqueles dos títulos emitidos pelos mercados emergentes. Os períodos de fechamento – “*issuance famine*” – dos mercados primários emergentes tornaram-se crescentemente associados ao aumento do prêmio de risco dessa categoria de papéis. Nesses períodos, os devedores de maior risco, geralmente os principais emissores de títulos, são os primeiros a serem excluídos do mercado. De forma simétrica, as reaberturas estiveram associadas à redução desse prêmio⁹ e caracterizam-se por um

⁹ Dados das emissões semanais dos mercados emergentes no período 1994-2002 sugerem que ocorreram 21 períodos de fechamento do mercado – período de mais de duas semanas durante o qual as

excesso de emissões lideradas exatamente por estes emissores, que podem rapidamente saturar os mercados primário e secundário.¹⁰

Mudanças na estrutura do mercado de títulos de dívida dos países emergentes no período analisado contribuíram para reforçar esta correlação, dentre as quais se destacam: o aumento da presença de fundos de investimento globais, referenciados a um *benchmark* mais amplo (*core plus benchmark*), que inclui títulos com e sem grau de investimento; a adoção crescente de sistemas *Value at Risk*, que induz os investidores a cancelar suas posições nesses mercados para reduzir a volatilidade geral do seu portfólio, acentuando a instabilidade do acesso ao mercado.¹¹

emissões soberanas dos mercados emergentes são, pelo menos, 20% menores que a média –, dos quais 13 afetaram um amplo espectro de emissores emergentes e os demais principalmente emissores *sub-investment graded* (IMF, 2003a).

¹⁰ De acordo com o FMI (IMF, 2003a), um dos fatores que contribui para esse excesso de emissões é a dependência crescente dos bancos de investimento em relação às comissões obtidas na montagem das operações de colocação de títulos no exterior. Nesse contexto, essas instituições estimulam os tomadores de maior risco a acessarem o mercado o mais rapidamente possível nos momentos de reabertura, contribuindo para a sua rápida saturação.

¹¹ Mathienson & Shinasi (2001), op.cit.; IMF. *Global financial Stability*. Washington D.C.: International Monetary Fund, June, 2002b; BIS. *72st Annual Report*. Basle: Bank of International Settlement, June, 2002b.

Contudo, a maior volatilidade do mercado de títulos de dívida dos países emergentes tem afetado, de forma heterogênea, os emissores desta classe de ativos, de acordo com a sua respectiva posição no espectro de *ratings* de crédito. Esta heterogeneidade está associada a uma característica adicional deste mercado após as crises asiática e russa: a tendência, cada vez mais pronunciada, de diferenciação entre os créditos de diferentes qualidades (*tiering by credit quality*) e, conseqüentemente, de discriminação dos ativos sem grau de investimento (*sub-investment graded*). Simultaneamente, os investidores passaram a exigir maiores contrapartidas dos emissores desses ativos, como securitização de recebíveis e garantias oficiais.¹²

Ademais, no período mais recente, essa discriminação tem atingido, especialmente, os emissores sem grau de investimento latino-americanos,¹³ devido a duas mudanças na estrutura do mercado de títulos de dívida dos países emergentes após 2001, ano do *default* da Argentina: em primeiro lugar, a importância crescente dos novos fundos mútuos “dedicados” em mercados emer-

gentes (*new dedicated emerging market mandates*), baseados em índices mais amplos (como o *EMBI Global* e o *EMBI Global Diversified*), nos quais o peso dos países latino-americanos, como Brasil e Argentina, é menor; em segundo lugar, o aumento da aversão ao risco dos investidores de varejo europeus e japoneses e o subseqüente fechamento dos mercados denominados em euro e iene para aqueles emissores desde então (IMF, 2002b e c; IMF, 2003a).

O episódio mais recente de “*feast or famine*” ocorreu em 2002: o período de forte escassez de recursos (entre maio e novembro) foi seguido por um de abundância a partir de dezembro de 2002, que se estendeu no primeiro semestre de 2003. Neste episódio – que será sintetizado a seguir, dada a sua importância para a compreensão da evolução do balanço de pagamentos brasileiro em 2002 e no primeiro semestre de 2003 – a natureza volátil dos fluxos de capitais para os países emergentes e a sua dependência em relação à dinâmica dos mercados financeiros dos países centrais tornou-se mais uma vez evidente.

O clima favorável aos mercados emergentes que caracterizou o primeiro trimestre de 2002 – associado ao aumento do apetite ao risco diante das expectativas de retomada econômica global – se reverteu a partir de maio. A deterioração das condições de financiamento externo desses países intensificou-se, progressivamente, ao longo dos segundo e terceiro trimestres do ano, diante do aumento geral da aversão ao risco nos mercados financeiros globais (ver [Gráfico 2](#)).

A frustração daquelas expectativas, a divulgação dos balanços das corporações, indicando lucros inferiores aos esperados e, principalmente, a revisão do risco de crédito da *WorldCom*, grande firma americana de

¹² Mathienson & Shinasi (1999), op. cit.; IMF (2002a), op. cit.; IMF (2003a), op. cit., IMF. *Global financial stability*. Washington D.C.: International Monetary Fund, Jun., 2002b; IMF. *Global financial stability*. Washington D.C.: International Monetary Fund, Sept. 2002c.

¹³ Vale mencionar que a redução da importância dos *hedge funds* e as *trading desks* dos bancos de investimento nos mercados de títulos dos países emergentes após a crise russa contribuiu para uma redução da alavancagem no mercado secundário e para a redução do contágio entre os países emergentes, que ficou evidente em 2001, com as crises turca e argentina. A maior discriminação entre os créditos de boa e má qualidade pelos investidores, dos novos métodos de gestão de risco e a adoção de regimes de câmbio flutuante por vários países também são citados como condicionantes da queda do contágio. Especificamente em relação à crise argentina, seu impacto marginal esteve igualmente associado à fato da crise ter sido antecipada, o que permitiu a realocação ordenada dos fundos pelos investidores dedicados aos mercados emergentes, e também à redução significativa do peso da Argentina nos índices dos mercados de dívida dos países emergentes, como o *EMBI+* (IMF, 2002a; BIS, 2002).

telecomunicações – num mercado já abalado pela revelação de várias irregularidades contábeis em 2001 – resultaram numa perda adicional de confiança dos investidores, a qual atingiu não somente os mercados de ações globais – que registraram alta volatilidade e desvalorização pelo terceiro ano consecutivo – mas também o mercado de títulos corporativos. Em meados de 2002, os *spreads* de crédito nos mercados financeiros dos países centrais aumentaram numa velocidade não observada desde a crise asiática e as empresas de maior risco de crédito – principalmente aquelas que haviam tido seu *rating* rebaixado, as “*fallen angels*” – perderam acesso ao mercado de títulos. As emissões líquidas de títulos das corporações americanas, inclusive daquelas com grau de investimento, atingiram o nível mais baixo em uma década. Simultaneamente, os investidores passaram a adquirir ativos de alta qualidade de crédito, títulos públicos e empresas com *rating* de crédito elevado.¹⁴

Esse aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros dos países centrais espalhou-se para os mercados emergentes, resultando num declínio significativo nos preços das ações e dos títulos e num aumento da volatilidade. Assim como nestes países, o aumento do risco de crédito atingiu, inclusive, emissores com grau de investimento. As emissões brutas reduziram-se em todas as modalidades de crédito nos nove primeiros meses do ano, em relação a igual período do ano anterior. No terceiro trimestre, o volume de emissões brutas atingiu um patamar semelhante ao observado após a crise asiática (IMF, 2002c).

Contudo, os tomadores *sub-investment grade* foram os mais afetados, o que reflete a tendência de discriminação entre devedores

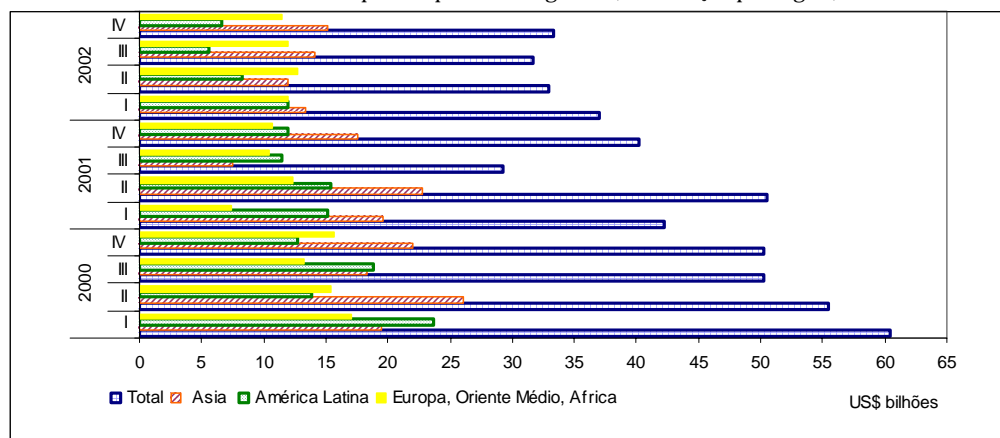
de acordo com qualidade de crédito percebida (ressaltada acima). No caso de alguns países, os chamados “fundamentos internos” – em 2002, especialmente as incertezas econômicas devido à proximidade das eleições no Brasil e na Turquia – contribuíram, na realidade, para reforçar esta diferenciação. Nos segundo e terceiros trimestres de 2002, os emissores sem grau de investimento, particularmente da América latina, foram de forma geral excluídos do mercado primário num período de 20 a 27 semanas, a partir da segunda semana de maio (ver [Gráfico 3](#)). Já os tomadores asiáticos e do leste europeu com grau de investimento beneficiaram-se de *spreads* mais baixos e mantiveram o acesso ao mercado primário, sendo responsáveis por 2/3 do total das emissões primárias no período.¹⁵

¹⁴ IMF (2002b), op. cit.; IMF (2003a), op. cit.; BIS. *73st Annual Report*. Basle: Bank for International Settlements, Jun., 2003b.

¹⁵ Enquanto os mercados asiáticos foram beneficiados pela liquidez regional e pela sólida base de investidores locais, os países do Leste Europeu foram favorecidos pela antecipação por parte dos investidores de *upgrades* dos créditos, associados à perspectiva de integração na União Européia, e pela procura de rentabilidade pelos investidores institucionais europeus (IMF, 2002b e 2003).

Gráfico 3

Fluxos financeiros para os países emergentes (distribuição por região)



Fonte: FMI. *Global Financial Stability* (several issues).

Assim, no período de *issuance famine* de 2002, as duas tendências que têm caracterizado os mercados de títulos de dívida dos países emergentes, mencionadas acima – de discriminação tanto entre os ativos de diferentes riscos de crédito quanto entre os emissores das diferentes regiões emergentes, em detrimento da América Latina – parecem ter se reforçado. Os tomadores com grau de investimento não-latino americanos beneficiaram-se de uma redução do custo do endividamento, associada à realocação das aplicações dos fundos dedicados,¹⁶ que aumentaram suas posições em caixa e reduziram o peso relativo dos países latino-americanos em relação ao *benchmark*, elevando simultaneamente o peso das posições na Europa do leste, especialmente na Rússia. Igualmente, os investidores *crossover* retiraram em massa

seus fundos da América Latina, com exceção do México¹⁷ (IMF, 2002b e c; IMF, 2003a).

As condições adversas de financiamento externo para os países emergentes – que atingiram especialmente aqueles sem grau de investimento – passaram a dar sinais de reversão em novembro. Assim como a “*famine*” foi determinada, principalmente, pelo aumento da aversão ao risco dos investidores globais, a “*feast*”, que se iniciou no final de 2002 e se estendeu pelo primeiro semestre de 2003, decorreu do movimento contrário: o aumento do apetite ao risco nos mercados globais. Num ambiente de taxas de juros historicamente baixas dos títulos públicos nos Estados Unidos (*treasuries*) e na Europa e de desilusão com as aplicações em ações, o corte de mais 50 pontos básicos da taxa de juros americana em novembro estimulou os investidores a buscar aplicações de maior rentabilidade. Nos trimestres precedentes as posições em títulos governamentais e privados de alta qualidade de crédito, num contexto de taxa de juros

¹⁶ Os gestores dos fundos dedicados em mercados emergentes devem atingir ou superar a performance de um índice que inclui emissões soberanas de aproximadamente 40 países emergentes. Os termos do contrato se diferenciam, mas a maioria dos gestores procura limitar a divergência entre o retorno dos seus portfólios e o retorno do índice adotado como referência (*benchmark*). Esses portfólios são geralmente denominados “*real money*” na medida em que não podem alavancar posições. Assim, essa abordagem de gestão de portfólio é menos especulativa que aquela dos *hedge funds* e das tesourarias dos grandes bancos, que tipicamente tem a meta de retorno total sujeita a um limite “*value-at-risk*” (IMF, 2002c).

¹⁷ Vale mencionar que a discriminação entre as regiões também foi observada no segmento de crédito sindicalizado, com os bancos reduzindo sua exposição em relação aos tomadores de risco elevado, como Argentina e Brasil, e aumentando nos países da Europa do leste e oriente médio (IMF, 2002c).

declinantes – e, conseqüentemente, alta dos preços dos títulos –, forneceram rendimentos excepcionalmente elevados aos investidores, os quais avaliaram que as oportunidades de ganho de capital nessa classe de ativos haviam se esgotado, dado o patamar extremamente baixo das respectivas taxa de juros, em termos nominais e reais. É interessante mencionar que a redução dessas taxas decorreu da própria dinâmica do mercado de títulos num contexto de maior aversão ao risco: o aumento da demanda por títulos de alta qualidade resultou na alta dos preços desses papéis, pressionando para patamares extremamente baixos estas taxas (BIS, 2003b; IMF, 2002b e 2003).

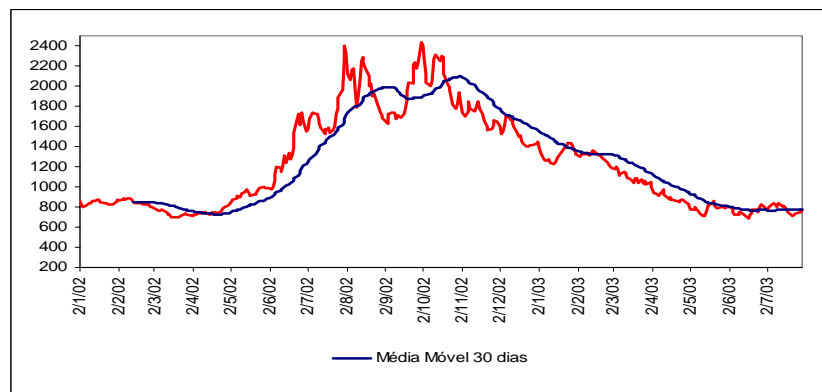
Neste contexto, os investidores (inclusive os mais conservadores) passaram a demandar ativos de risco mais elevado, o que resultou na queda dos *spreads* e na reabertura do mercado de crédito securitizado tanto para os tomadores *high-yield* dos países centrais quanto para os emissores dos países emergentes sem grau de investimento, que haviam sido excluídos deste mercado no período nos dois trimestres precedentes: as aplicações nos fundos americanos especializados em mercados emergentes

no quarto trimestre de 2002 atingiram o patamar mais elevado em termos trimestrais em quatro anos e aquelas nos fundos de *high yield* cresceram significativamente.

No caso dos mercados emergentes, a redução das incertezas políticas no Brasil e na Turquia após a realização das eleições contribuiu para a redução dos prêmios de risco. Ou seja, assim como no período de aumento da aversão do risco, os fatores internos tiveram um papel secundário, reforçando o movimento ditado pela dinâmica dos mercados financeiros globais (BIS, 2003b; IMF, 2003a).¹⁸

Em relação ao Brasil, especificamente, os *spreads* extremamente elevados e o potencial de futuro estreitamento estimularam os fundos dedicados, que utilizam como referência os índices de dívida nos quais o peso dos títulos brasileiros é significativo (como o EMBI +), a elevar (*overweighted*) ligeiramente sua posição nesses papéis, diante do receio de *underperformance* dos *benchmarks*, contribuindo para a rápida e forte valorização do índice EMBI Brasil (ver [Gráfico 4](#)).

Gráfico 4
EMBI Brasil



Fonte: JP Morgan.

18 Vale mencionar que o excesso de emissões nas primeiras semanas foi reforçado pelas expectativas de que a guerra do Iraque poderia resultar em dificuldades de captação (IMF, 2003a).

2 A Evolução do Balanço de Pagamentos Brasileiro após 1999

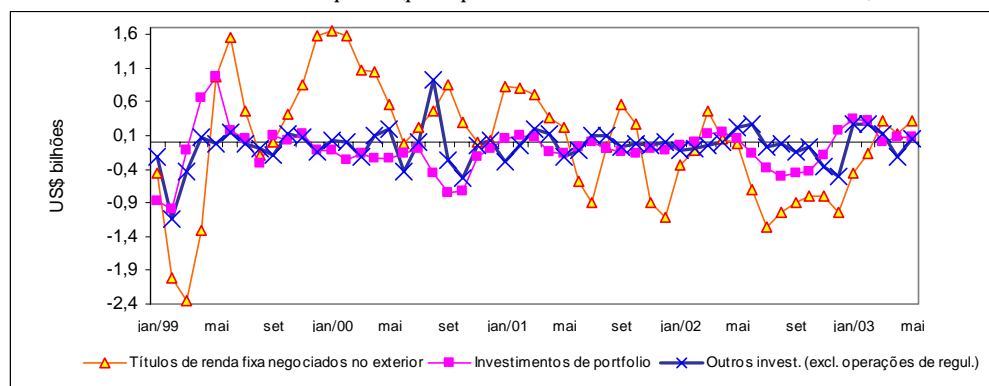
Este item pretende analisar a evolução do Balanço de Pagamentos brasileiro após a adoção do regime de câmbio flutuante. Em primeiro lugar, será feita uma breve síntese desta evolução no período 1999-2002. Em seguida, analisa-se mais detalhadamente o desempenho das contas externas no período mais recente, ou seja, no primeiro semestre de 2003.

Como ressaltado na Introdução, o principal condicionante do desempenho do

balanço de pagamentos do País após a adoção do regime de câmbio flutuante, em 1999, continuou sendo o comportamento dos fluxos líquidos de capitais. A evolução das principais modalidades de fluxos financeiros para o país no período 1999-2002, com destaque para as emissões líquidas de títulos no exterior, reflete, em grande medida, a dinâmica de “*feast or famine*” que caracterizou a oferta de recursos para os países periféricos neste período, cujas principais características foram sintetizadas no item 1 (ver [Gráfico 5](#)).

Gráfico 5

Fluxos financeiros líquidos (principais modalidades; média móvel de 3 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

Já a evolução das três principais sub-contas da conta financeira em valores acumulados em 12 meses (ver [Gráfico 6](#)), mostra a tendência de redução progressiva dos fluxos de capitais privados para o País após 1999, a qual se acentua a partir de meados de 2001, quando as condições econômicas e financeiras nos países centrais deterioraram-se.¹⁹ A partir de então, somente as

operações de regularização (que correspondem, em sua maior parte, aos empréstimos concedidos pelo FMI) registram crescimento, igualmente progressivo, o qual garante o financiamento das necessidades de financiamento externo no período. Simultaneamente à retração dos fluxos líquidos de capitais privados, observa-se uma deterioração do seu perfil, a qual transparece na análise desagregada de cada modalidade de fluxo (ver [Gráfico 7](#), [Gráfico 8](#) e [Gráfico 9](#)).

¹⁹ Vale citar os principais eventos desestabilizadores: continuidade da deflação da bolha dos preços dos ativos dos setores TMT (telecomunicações, media e tecnologia) nos mercados globais; início de uma recessão nos Estados Unidos, simultaneamente com uma redução sincronizada do crescimento global; número recorde de falências e revelação de diversas fraudes contábeis; crise financeira na Turquia; ataque terrorista de 11 de setembro; *default* da Argentina após uma crise duradoura (IMF, 2002a; BIS, 2002).

Gráfico 6
Principais modalidades de fluxos de capitais
(valores acumulados em 12 meses)

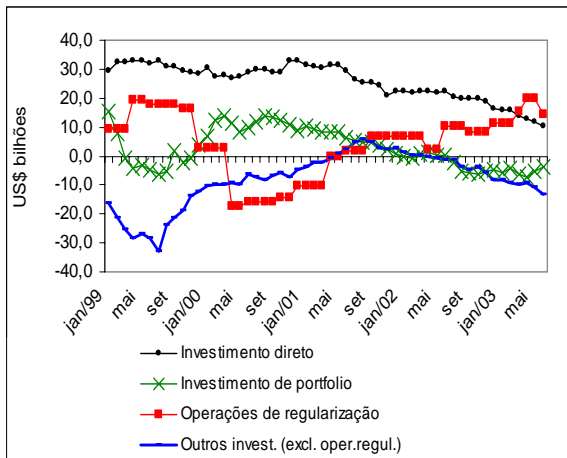


Gráfico 7
Fluxos de investimento externo direto
(valores acumulados em 12 meses)

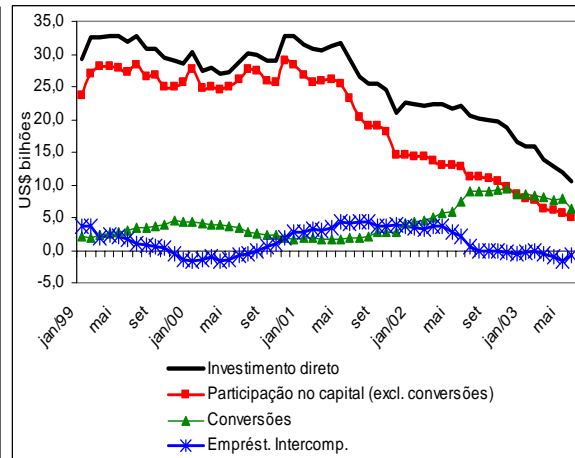


Gráfico 8
Fluxos de investimento de portfólio
(valores acumulados em 12 meses)

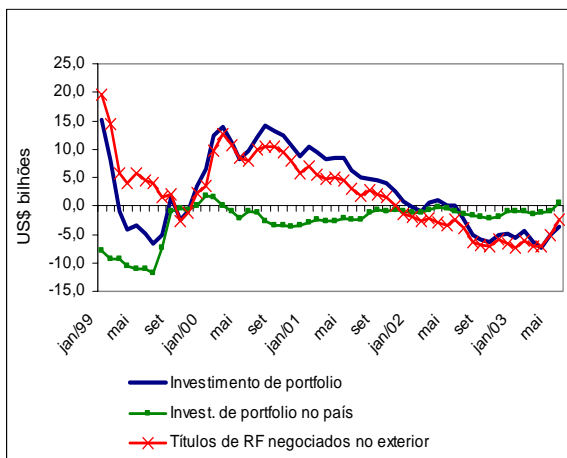
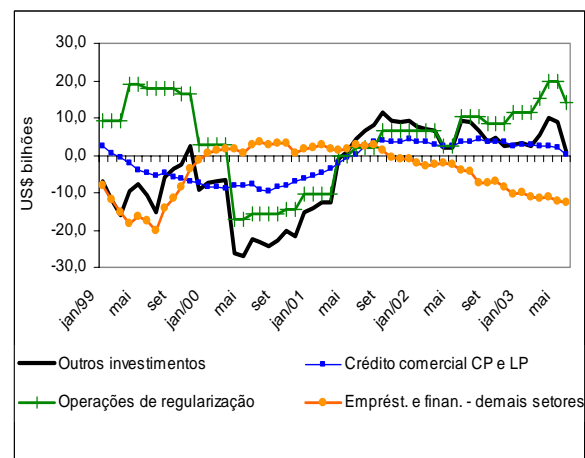


Gráfico 9
Outros investimentos
(valores acumulados em 12 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

Os fluxos de investimento externo direto acumulados em 12 meses (ver [Gráfico 7](#)) apresentam redução a partir de janeiro de 2001, decorrente da retração da modalidade Participação no capital, associada tanto a fatores internos – o menor número de privatizações e a baixa taxa de crescimento doméstica – quanto externos – a desaceleração econômica nos países centrais e, especialmente, nos Estados Unidos, principal país de origem dos investimentos diretos direcionados para o País na segunda metade dos anos 90.

A partir de meados de 2002, as conversões de dívida em investimento (*debt-equity swaps*) – que não representam novo financiamento, mas uma reestruturação patrimonial – aumentam progressivamente até o início de 2003, diante da impossibilidade de rolagem de dívidas no mercado internacional de capitais nos segundo e terceiro trimestres do ano. Já os empréstimos intercompanhias²⁰ apresentaram um compor-

²⁰ Esse tipo fluxo passou a ser contabilizado como IED com a adoção de uma nova metodologia de apresentação

tamento mais volátil, mas se retraem em 2002, indicando a dependência desse tipo de fluxo das condições financeiras do mercado internacional de crédito, que afetam a capacidade de financiamento das matrizes.

Os **investimentos de portfólio** apresentam uma elevada volatilidade, associada aos curtos ciclos de liquidez que se sucederam no período (ver [Gráfico 8](#)). A análise desagregada desses investimentos mostra a elevada correlação entre a evolução dos fluxos totais com a emissão líquida de títulos de renda fixa no exterior, que constitui a principal modalidade de investimento de portfólio no Brasil, assim como nos demais países emergentes. Sua queda progressiva a partir de meados de 2000 revela a insuficiência dos curtos ciclos de liquidez, que caracterizaram a dinâmica do mercado de títulos de dívida dos países emergentes no período, no sentido de contrabalançar a tendência mais geral de retração do financiamento externo securitizado para estes países e, especialmente, para a América Latina (como ressaltado no item 1).²¹ Esta tendência também transparece na evolução dos investimentos de portfólio no País (em ações e renda fixa), que foram negativos na maior parte do período. Mas, no caso desta modalidade de fluxo, o regime de câmbio flutuante, ao aumentar o risco cambial e o custo do hedge, também deve ter contribuído para reduzir as aplicações dos não-residentes nos mercados financeiros domésticos.

A análise desagregada da sub-conta **Outros Investimentos** – que agrega várias modalidades de fluxos, dentre as quais se

do BOP em 2000, a qual segue os padrões definidos pelo FMI em 1993.

²¹ Vale mencionar que, além da retração da oferta de recursos, também houve uma certa retração da demanda por crédito em moeda estrangeira. Devido ao aumento do risco cambial após a adoção do regime de câmbio flutuante, as empresas residentes, com acesso a fontes alternativas de financiamento, procuraram reduzir seu endividamento externo.

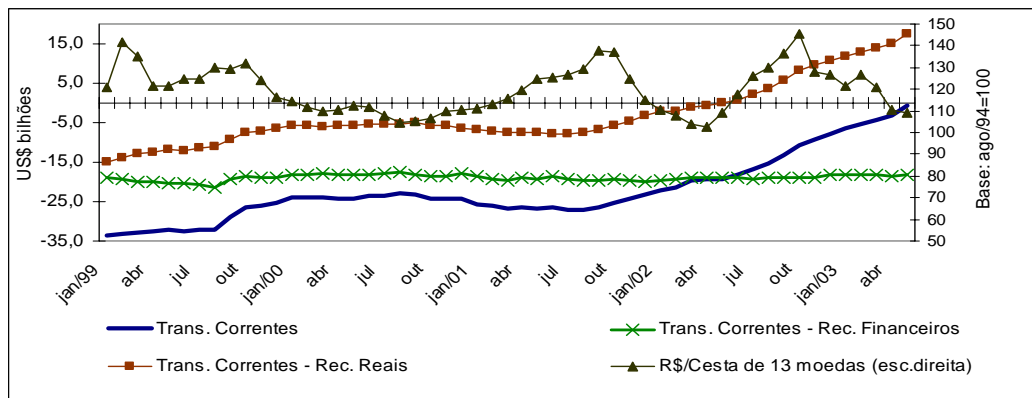
destacam, em termos de volume, os empréstimos bancários diretos, os créditos comerciais e as operações de regularização – evidencia a importância dessas operações a partir de meados de 2001 (ver [Gráfico 9](#)). O comportamento da modalidade empréstimos e financiamento dos demais setores (bancos privados e instituições multilaterais e agências) reflete, essencialmente, a retração dos empréstimos bancários para os países emergentes e, principalmente, para a América Latina (ver item 2). Já os fluxos líquidos de crédito comercial se recuperaram a partir de meados de 2002, impulsionados pela expansão das exportações, mas se mantêm em patamares reduzidos.²²

Ao contrário da conta financeira, o desempenho da conta de transações correntes no período 1999-2002 (ver [Gráfico 10](#)) mostra uma maior sensibilidade à evolução da taxa de câmbio real efetiva, mas somente para a sub-conta Recursos Reais (que agrega a balança comercial e de serviços não-fatores e as transferências unilaterais).

²² Vale ressaltar que a forte contração destes fluxos no período anterior esteve associada à moratória da dívida externa Argentina, que envolveu os créditos à exportação, quebrando uma convenção do mercado financeiro internacional, já que os financiamentos ao comércio exterior nunca haviam sido atingidos pelos processos de moratória e renegociações das dívidas. Como explicam Cintra & Farhi (2003: 9): “Diante disso, as autoridades reguladoras (...) passaram a solicitar que os bancos incluíssem os créditos ao comércio exterior nos sistemas de avaliação do risco de crédito e nas suas prestações de conta. Essa decisão ocasionou um aumento no risco dos ativos mantidos no exterior (...) pelos bancos, que devem consolidar suas operações, inclusive das filiais no exterior, para efeito de supervisão, levando a uma rápida redução das posições em ativos dos países periféricos. Como em alguns casos, a venda de ativos no mercado secundário poderia desencadear perdas acentuadas, os bancos optaram, então, por não renovar as linhas de crédito comerciais vencidas”.

Gráfico 10

Transações correntes e taxa de câmbio efetiva (valores acumulados em 12 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

Contudo, fica evidente que a recuperação significativa do saldo comercial, principal determinante do desempenho desta sub-conta, somente ocorre após a forte desvalorização cambial de 2002, num contexto de crescimento econômico medíocre (ver SEÇÃO V) e de aumento dos preços internacionais de diversas *commodities* agrícolas, com importante participação na pauta de exportação brasileira (ver [Quadro 1](#)).

Já a sub-conta Recursos Financeiros (que corresponde aos serviços fatores, ou seja, lucros, juros e dividendos, na metodologia atual do Bacen classificados como rendas de investimento) revela-se praticamente insensível à evolução da taxa de câmbio. Como se ressaltará no item 3, o elevado passivo externo da economia brasileira resulta numa rigidez estrutural desta conta.

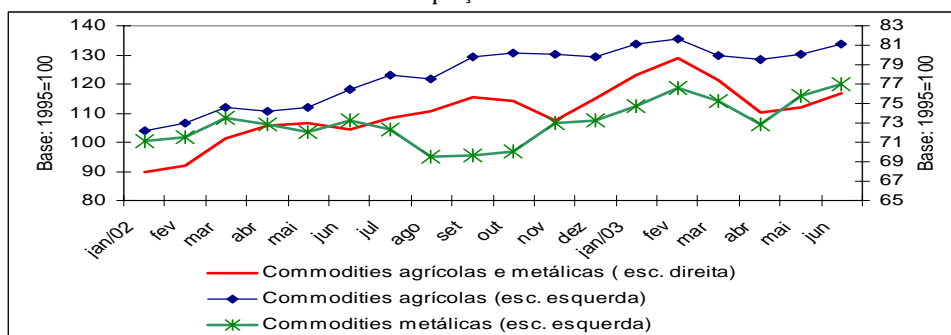
Quadro 1Mercado internacional de *commodities*

Em 2002, um série de choques de oferta resultou num movimento de valorização dos preços das *commodities* agrícolas, num contexto de demanda mundial desaquecida. Esses choques decorreram sobretudo, de condições climáticas adversas, com destaque para o El Niño, que ao provocar secas em algumas regiões e enchentes em outras, fez com que os estoques de várias *commodities* se esgotassem. Todavia, no caso de alguns produtos, o aumento localizado da demanda também contribuiu para esta valorização: a elevação do preço do óleo de palma (devido à redução da produção da Malásia) induziu um aumento da demanda de óleo de soja, um substituto, por parte de países consumidores daquele produto, como Índia e Paquistão; e no caso do algodão, além da quebra da safra norte-americana, associada a enchentes, houve uma maior demanda por parte da China. No caso do café, a estimativa de redução da produção no Vietnã, importante produtor, devido à seca, reforçou o aumento dos preços, iniciado com a queda da safra no Brasil.

No mercado de *commodities* metálicas, os preços também se elevaram em 2002, mas em função das variações na demanda. Enquanto no caso dos metais industriais, essa demanda aumentou no início do ano, diante das expectativas de retomada do crescimento, no caso dos metais preciosos as tensões geopolíticas, as incertezas em relação à retomada econômica mundial e o aumento da aversão ao risco a partir do segundo trimestres induziram um aumento da procura por esses ativos.

Fonte: IMF (2003b).

Gráfico 11
Índice de preço das *commodities*



Fonte: FMI

2.1 O Balanço de Pagamentos no Primeiro Semestre de 2003

No primeiro semestre de 2003, o balanço de pagamentos brasileiro, excluindo os empréstimos do FMI, registrou um superávit de US\$ 700 milhões, resultado modesto, mas significativamente superior ao déficit de US\$ 11 bilhões do semestre precedente (ver [Tabela 1](#)). Este superávit decorreu da melhora do desempenho da conta financeira, associada, por sua vez, à reabertura do mercado internacional de capitais para os países emergentes a partir do final de 2002 (ver item 1). Contudo, a situação do País em termos de fontes de financiamento externo permaneceu desconfortável. Considerando somente os fluxos voluntários, esta conta teve saldo zero. Como o saldo das transações correntes foi de somente US\$ 0,5 bilhão (se mantendo praticamente no mesmo patamar do período anterior), o acúmulo de US\$ 9 bilhões de reservas decorreu, essencialmente, dos empréstimos do FMI, num valor de US\$ 8,2 bilhões (resultado líquido do saque de US\$ 13 bilhões – primeiras duas primeiras tranches do acordo recente – e do pagamento de US\$ 4,8 bilhões referentes a acordos anteriores).

Antes de analisar mais detalhadamente o desempenho das duas principais contas do Balanço de pagamentos, vale comentar as últimas projeções do resultado do balanço de pagamentos no ano, divulgadas pelo Bacen na Nota para Imprensa de julho. Excluindo os números já conhecidos previamente (amortizações de médio e longo prazo e pagamento de juros) e aqueles que apresentam pouca variabilidade (remessas de lucros e dividendos e transferências unilaterais), as projeções dos demais itens (excluindo os empréstimos ao Banco Central) constituem a média das projeções do Boletim Focus (ou seja, do “mercado”).

Várias hipóteses são questionáveis. Em relação à conta financeira, a projeção de um ingresso líquido de investimento externo direto cerca de 100% superior ao registrado no primeiro semestre parece excessivamente otimista, diante dos determinantes estruturais da redução desta modalidade de fluxo já mencionados. O aumento projetado nos investimentos de portfólio no País e nos fluxos de capitais de curto prazo também não deve se verificar, devido à queda do cupom cambial e ao patamar atual da taxa de câmbio nominal, que estimula a saída de capitais de curto prazo, dada a expectativa de desvalorização posterior (ver SEÇÃO III).

Já as hipóteses relativas à sub-conta “Empréstimos ao Banco Central” são feitas por ele próprio: supõe-se que serão amortizadas as parcelas já previstas, referentes ao acordo anterior, e que não serão sacadas as demais *tranches* do acordo recente (que totalizam cerca de US\$ 12 bilhões). Neste contexto, o balanço de pagamentos fechará 2003 com um saldo de somente US\$ 200 milhões. Como este resultado

depende da confirmação das estimativas otimista do mercado para os fluxos de capitais privados, é mais realista supor que as parcelas adicionais do acordo com o FMI serão utilizadas. Nesse caso, a sub-conta fechará o semestre superavitária em US\$ 4,6 bilhões e o balanço de pagamento com um saldo de US\$ 3,2 bilhões, totalizando US\$ 12,2 bilhões no ano.

Tabela 1
Balanço de pagamentos (em US\$ bilhões)

Itens selecionados	2002			2003		
	Jan.-Jun.	Jul.-Dez.	Ano	Jan.-Jun.	Jul.-Dez. ¹	Ano ¹
Transações correntes	-8,4	0,7	-7,7	0,5	-4,7	-4,2
Balança comercial	2,6	10,6	13,1	10,4	7,1	17,5
Serviços e rendas	-11,9	-11,3	-23,2	-11,1	-13,1	-24,2
Rendas de investimento	-9,3	-9,0	-18,3	-3,3	20,3	17,0
Juros	-6,5	-6,6	-13,1	-6,3	-7,2	-13,5
Lucros e dividendos	-2,8	-2,4	-5,2	-2,5	-2,7	-5,2
Serviços	-2,7	-2,3	-4,9	-2,2	-3,2	-5,4
Transferências unilaterais correntes	0,9	1,5	2,4	1,2	1,3	2,5
Conta capital	0,2	0,3	0,4	0,2	-0,2	0,0
Conta financeira	8,0	-4,1	-3,9	0,0	3,5	3,5
Investimentos estrangeiros diretos	9,6	6,9	16,6	3,5	6,5	10,0
Inv. em papéis domésticos de LP e ações	2,0	-0,2	1,8	0,7	1,5	2,1
Desembolsos de médio e longo prazos	10,3	8,3	18,6	10,1	11,8	21,9
Amortizações de médio e longo prazos	-14,8	-16,3	-31,1	-11,7	-15,5	-27,2
Curto prazo e demais	2,9	-7,5	-4,6	-1,1	3,2	2,1
Ativos brasileiros no exterior	-2,0	-3,1	-5,1	-1,4	-4,0	-5,4
Resultado do BOP (sem FMI)	-0,2	-11,0	-11,2	0,7	-1,4	-0,7
Empréstimos ao Banco Central (FMI)	5,6	5,9	11,5	8,2	-7,4	0,9
Resultado do BOP	5,4	-5,1	0,3	9,0	-8,8	0,2

(1) Projeção do Banco Central do Brasil

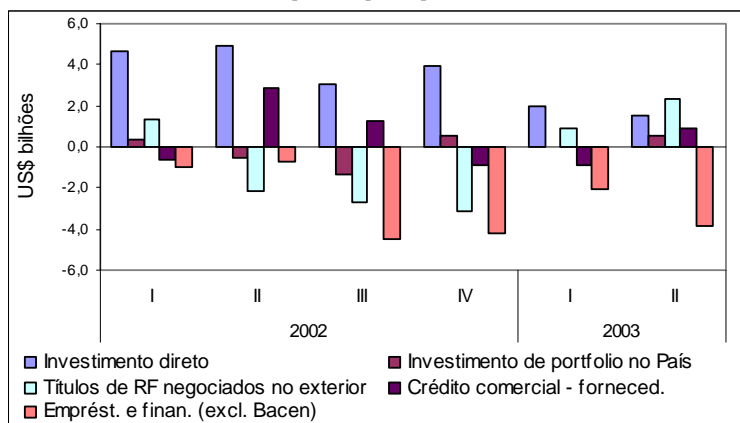
Fonte: Banco Central do Brasil (elaboração própria a partir da Tabela Usos e Fontes)

A conta financeira

A evolução da conta financeira, em termos trimestrais, em 2002 e 2003, é um “espelho” das condições prevalentes no mercado financeiro internacional (ver [Gráfico 12](#)). Como ressaltado no item 1, o aumento da aversão ao risco nos segundo e terceiro trimestres de 2002 praticamente bloqueou o acesso dos países emergentes a esse mercado, sendo que a interrupção deste acesso foi mais

severa para os países sem grau de investimento e que apresentavam condições políticas desfavoráveis, dentre os quais o Brasil. De forma simétrica, a melhora daquelas condições no quarto trimestre de 2002, associada ao aumento do apetite ao risco dos investidores num contexto de baixa rentabilidade nos países centrais, resultou no aumento da oferta de recursos para os mercados emergentes, que se intensificou no primeiro semestre de 2003.

Gráfico 12
Fluxos de capitais – principais modalidades



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

O desempenho mais favorável da conta financeira neste semestre decorreu do aumento dos investimentos de portfólio (ver [Gráfico 12](#)). O maior do apetite ao risco dos investidores globais resultou no aumento dos investimentos de portfólio no País, estimulados pelas oportunidades de ganhos de arbitragem – num contexto de elevado diferencial entre os juros interno e externo e de valorização cambial – e, em menor medida, pelos baixos preços das ações brasileiras em US\$ (ver SEÇÃO III). Contudo, o ciclo de liquidez do primeiro semestre de 2003 beneficiou, sobretudo, a modalidade “Títulos de Renda Fixa negociados no exterior”, que registrou ingressos líquidos crescentes, associados à reabertura do mercado internacional de capitais para os créditos sem grau de investimento a partir de janeiro de 2003.

O perfil das emissões melhorou progressivamente ao longo do semestre, tanto em termos das condições de prazo e custo, quanto da diversificação dos tomadores, com o aumento da participação de instituições não-financeiras e do setor público. De acordo com os dados do BIS (2003a), no primeiro trimestre do ano, as emissões brasileiras atingiram US\$ 1,5 bilhão, contra uma captação negativa de US\$ 1,3 bilhão no último trimestre de 2002. Desse total, US\$ 2,3 bi foram captados mediante títulos de curto prazo, enquanto a emissão

líquida em títulos de médio e longo prazo (*bônus e notes*) foi negativa em US\$ 0,9 bi. Em relação ao perfil dos emissores, US\$ 2,0 bilhões foram captados pelas instituições financeiras – as quais realizaram operações de arbitragem, aplicando os recursos em títulos públicos –, valor que mais do que compensou a captação líquida negativa de US\$ 0,5 bi do setor público. Já as emissões líquidas das empresas privadas foram nulas.

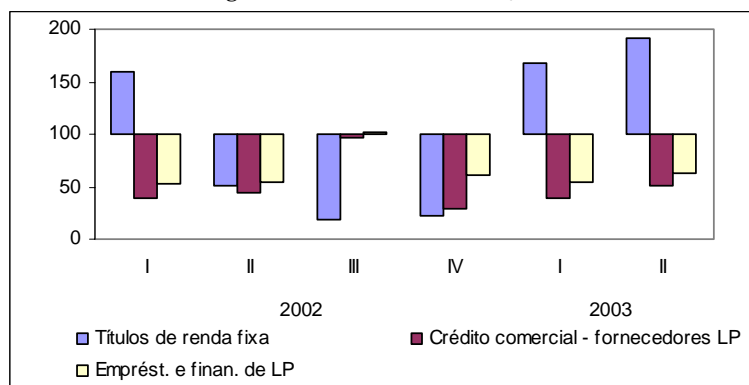
No segundo trimestre, a captação líquida de recursos por parte dessas empresas foi positiva. Contudo, o acesso ao mercado foi seletivo, refletindo o comportamento crescentemente discriminador dos investidores estrangeiros em relação aos emissores sem grau de investimento (ver item 1). Predominaram as emissões com garantias, especialmente de empresas exportadoras, com destaque para as operações de securitização de recebíveis. Dentre estas empresas, somente as de maior porte, com ótimo *rating* de crédito,²³ como a

²³ Vale mencionar que a partir de 1999, as empresas e bancos brasileiros têm utilizado, de forma crescente, engenharias financeiras – além da securitização de recebíveis, operações de cobertura do risco-país por um fornecedor, parceiro ou acionista; operações estruturadas, ligadas ao comércio exterior, etc – para viabilizar a emissão de títulos no exterior a custos razoáveis, num contexto de crescente discriminação por parte dos investidores estrangeiros entre os ativos dos países emergentes de diferentes riscos de crédito.

Petrobrás, conseguiram realizar as chamadas emissões “*Plain Vanilla*”, que não envolvem garantias. Ademais, ocorreu uma melhora expressiva do perfil das captações privadas: o aumento da taxa de rolagem (ver [Gráfico 13](#)) decorreu, principalmente, do aumento das

emissões líquidas de títulos de médio e longo prazo (taxa de rolagem de 238% contra 28% no primeiro trimestre), enquanto que a colocação líquida de papéis de curto prazo diminuiu (taxa de rolagem de 75% contra 1825% no primeiro trimestre).

Gráfico 13
Taxa de rolagem (Desembolsos/Amortizações) - %



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

Vale mencionar que as captações soberanas realizadas pelo Tesouro Nacional – a primeira no início de maio e a segunda dia 11 de julho, que totalizaram US\$ 2,25 bilhões e foram bem sucedidas em termos de prazo e custo – contribuíram para a reabertura do mercado para as empresas não-financeiras, bem como a melhora deste perfil.

Contudo, a melhora nas condições de financiamento externo no semestre ocorreu somente na modalidade “Títulos de renda fixa emitidos no exterior”, que tem um perfil extremamente volátil, como ressaltado no item 1. No caso dos fluxos de médio e longo prazos, o desempenho continuou desfavorável. O ingresso líquido de investimento externo direto nos dois primeiros trimestre de 2003 foi menor que o registrado no quarto trimestre de 2004, redução associada à desaceleração econômica dos países centrais e às incertezas decorrentes da guerra contra o Iraque (ver [Gráfico 12](#)). E, as amortizações da modalidade “Empréstimos e financiamentos de longo prazo” continuaram superando os ingressos, com a taxa de rolagem atingindo menos de 60% no segundo trimestre (ver

[Gráfico 13](#)). Esta tendência pode ser estrutural. No quarto trimestre de 2002, apesar da melhora do humor dos investidores internacionais em relação ao Brasil, foi registrada a maior saída de fundos de bancos estrangeiros do país em cinco trimestres. A exposição dessas instituições em relação aos bancos brasileiros reduziu-se em US\$ 6,1 bi no período, a maior queda desde o segundo trimestre de 2001. Apesar desta exposição continuar sendo a maior entre os países emergentes, ela caiu de 34% para 32% do total entre o 3º e o 4º trimestres de 2002 (BIS, 2003a).²⁴

²⁴ A entrada em vigor das novas regras do acordo de Basileia II, cujos principais aspectos já são foram divulgados – sendo que versão final deve ser divulgada no final do ano e as novas regras implementadas a partir de 2006 – deve reforçar ainda mais esta tendência, ao aumentar o volume de capital que os bancos internacionais devem reter contra ativos sem grau de investimento. Sobre os efeitos prováveis destas novas regras sobre os fluxos de crédito bancário para os países periféricos, ver Freitas, M. Cristina P., Prates, Daniela M. Sistema financeiro e desenvolvimento: as restrições das novas regras do Comitê da sobre os países periféricos. In: Ferraz, J. C., Crocco, M., Elias, A. *Liberalização econômica e crescimento: modelos, políticas e restrições*. São Paulo: Futura, 2003.

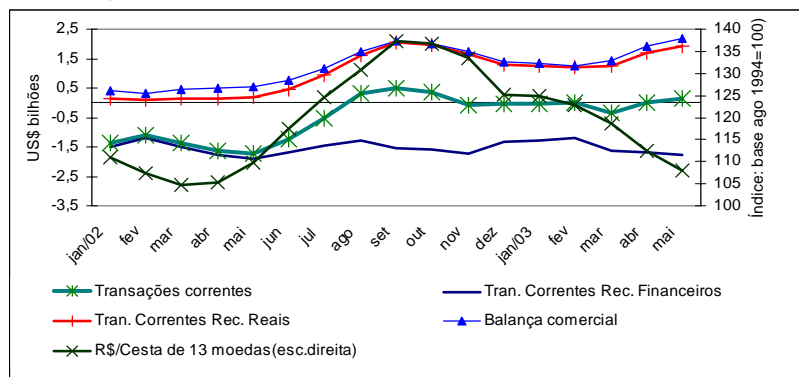
Transações correntes

A sensibilidade da conta transações correntes à taxa de câmbio real efetiva no período fica evidente no [Gráfico 14](#), que apresenta os mesmos dados do [Gráfico 10](#), somente para o período mais recente e considerando a média móvel trimestral. O aumento do saldo comercial e de Recursos Reais reflete, com uma certa defasagem, a desvalorização cambial de 2002, que já se reverteu, em termos reais, em 2003. Os dados trimestrais também indicam uma pequena sensibilidade da conta de Recursos Financeiros à valorização da taxa de câmbio no primeiro semestre de 2003, que induziu um movimento de postergação das remessas de lucros e dividendos (contudo, quando consideramos os valores acumulados em 12 meses essa sensibilidade desaparece, como

ressaltado acima, uma vez que em algum momento do ano as remessas precisam ser efetivadas). Assim como em 2002, o desempenho excepcional da balança comercial no primeiro semestre de 2003 esteve associado à desvalorização da moeda doméstica em termos reais e ao patamar reprimido da atividade econômica interna, com destaque para o investimento (ver SEÇÃO V). Contudo, ao contrário de 2002, quando o saldo comercial foi determinado pela queda de 15% no valor das importações em relação a 2001 e pelo baixo crescimento das exportações (apenas 3,7%), nos seis primeiros meses deste ano o desempenho das exportações foi o principal determinante do saldo, num contexto de estagnação do valor das importações (ver [Gráfico 15](#)).

Gráfico 14

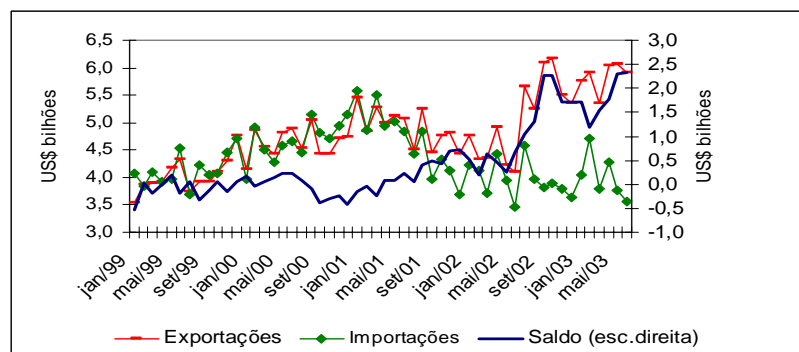
Transações correntes e taxa de câmbio real efetiva (média móvel 3 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

Gráfico 15

Exportações, importações e saldo comercial (dessazonalizados)



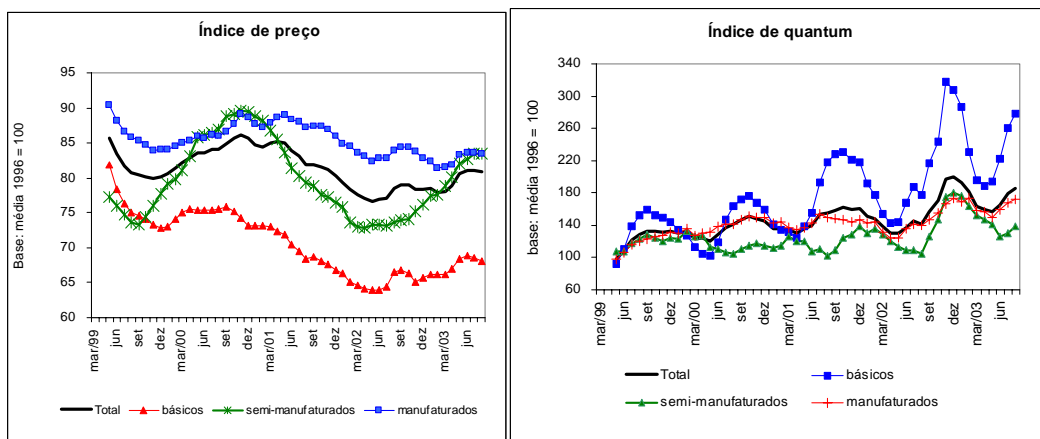
Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

O desempenho excepcional das exportações no semestre foi determinado, principalmente, pelo crescimento do *quantum* (ver [Gráfico 16](#)), com destaque para os produtos básicos e semimanufaturados. Este crescimento foi impulsionado pela maior lucratividade das vendas externas, associada aos efeitos defasados do aumento, ao longo de 2002, tanto da taxa de câmbio efetiva real, quanto dos preços internacionais das *commodities* agrícolas com participação elevada na pauta de exportação brasileira (ver [Quadro 1](#)).²⁵

A recuperação dos preços, em relação aos níveis deprimidos do ano passado, também favoreceu o aumento do valor das exportações. Os ganhos foram mais expressivos nos produtos semimanufaturados e básicos, devido à já mencionada elevação dos preços das *commodities*. Todavia, os preços dos produtos básicos continuam num patamar muito baixo em termos históricos (ver [Gráfico 16](#)).

No caso das importações, o *quantum* total manteve-se praticamente estável no semestre, mas a análise desagregada por categoria de uso mostra que só há crescimento no *quantum* dos bens intermediários, associado, possivelmente, à expansão da produção industrial voltada para exportações (ver [Gráfico 17](#)). Nas demais categorias, a quantidade importada diminuiu, como reflexo da contenção da atividade econômica doméstica (ver SEÇÃO V). Contudo, vale destacar que a queda é mais pronunciada nos bens de consumo, principalmente duráveis, do que nos bens de capital, cuja quantidade importada já tinha sofrido uma forte retração em 2002. No caso desta categoria de uso, a partir de um certo patamar é de se esperar uma rigidez desta quantidade, dado o elevado conteúdo importado da produção doméstica – associado aos processos de abertura comercial e reestruturação produtiva dos anos 90 –, especialmente das filiais das empresas transnacionais.

Gráfico 16
Índice de preços e quantum das exportações - média móvel trimestral

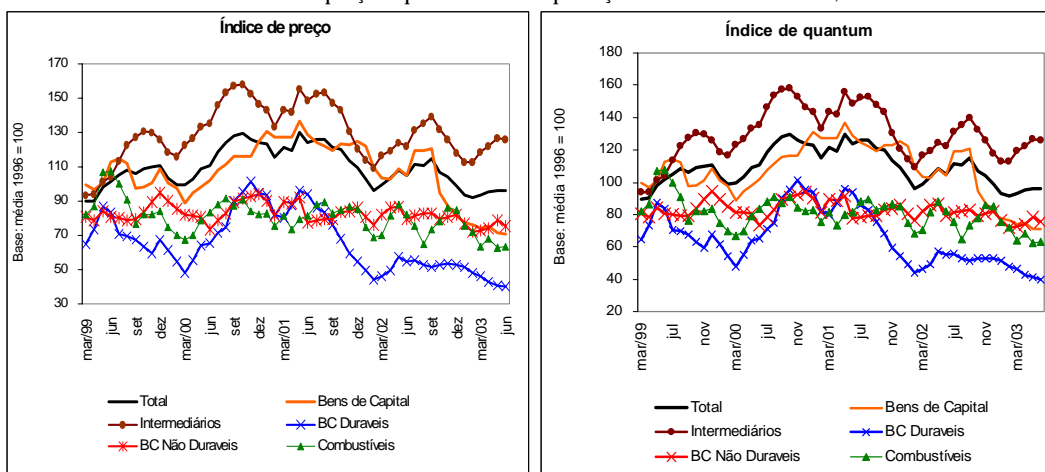


Fonte: Funcex – Elaboração própria.

²⁵ Vale mencionar que o comportamento assimétrico do embarque dos produtos do complexo soja nos primeiros semestres de 2002 e 2003 também contribuiu para este crescimento: enquanto no ano passado este embarque foi postergado devido às expectativas de desvalorização adicional da moeda doméstica, em 2003 ele iniciou-se mais cedo diante pelo motivo oposto, a tendência de valorização cambial ao longo do semestre (Funcex – Fundação Centro de estudos do Comércio Exterior. *Boletim Funcex de Comércio Exterior*, ano VII, n. 6, jun., 2003).

Gráfico 17

Índice de preço e quantum das importações – média móvel trim.



Fonte: Funcex – Elaboração própria.

Já os preços das importações mantiveram-se estagnados no semestre (ver [Gráfico 17](#)), com exceção da categoria “Combustíveis”, cujo preço cresceu expressivamente até maio, em decorrência, principalmente, dos impactos desestabilizadores da guerra do Iraque sobre o mercado internacional de petróleo. Já a estagnação dos preços das demais categorias de uso está associada ao ambiente de baixo crescimento econômico nos países centrais (ver SEÇÃO I).

A análise desagregada dos índices de preço e *quantum* das exportações e importações brasileiras revela que o ótimo desempenho da balança comercial no primeiro semestre de 2003 foi condicionado por diversos fatores conjunturais, internos e externos, cuja sustentabilidade é questionável, mesmo no curto prazo. No caso das exportações, a evolução do seu índice de rentabilidade, elaborado pela Funcex,²⁶

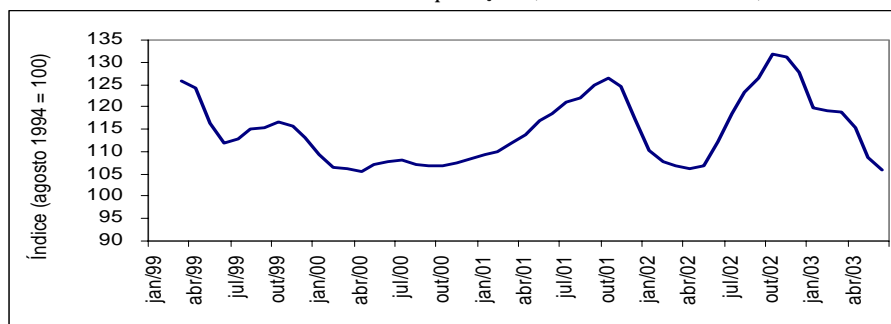
²⁶ Este índice é calculado a partir da taxa de câmbio nominal média do mês (RS/US\$) corrigida pela relação entre o índice de preço das exportações totais e o índice de custo das exportações, que agrega 31 setores. O índice de custo de cada setor é calculado com base na participação dos insumos de origem nacional, dos insumos importados e dos salários e encargos, derivada

mostra que esta vem caindo progressivamente desde o último trimestre de 2002 (ver [Gráfico 18](#)), devido à combinação da queda da taxa de câmbio nominal com o aumento dos custos de produção dos bens exportados (associado à aceleração da inflação no período).²⁷ O terceiro determinante deste índice, o preço das exportações brasileiras, manteve-se estável no primeiro semestre, mas pode registrar queda nos próximos meses, reforçando ainda mais a queda da rentabilidade. De acordo com o FMI (2003b), o patamar atual dos preços das *commodities* agrícolas – que continuam baixos em termos históricos – não deve se sustentar dadas as perspectivas de crescimento econômico medíocre dos países. No caso das *commodities* metálicas, os estoques elevados devem restringir aumentos adicionais dos preços.

da Matriz Interindustrial de 1995 do IBGE. Os índices de preços associados a esses três componentes são, respectivamente: os índices setoriais atacadistas da FGV; o índice de preço de importação da Funcex multiplicado pela taxa de câmbio nominal; e um índice de salário médio calculado com base nos dados de salários e horas totais da Fiesp (Funcex, 2003).

²⁷ Os efeitos desta queda já são evidentes nos dados semanais da balança comercial de julho, que indicam uma desaceleração das exportações em relação ao mês anterior.

Gráfico 18
Índice de rentabilidade das exportações (média móvel trimestral)



Fonte: Funcex – Elaboração própria.

Em relação às importações, o principal determinante do seu baixo volume no semestre foi o comportamento do *quantum* importado, associado à contenção do crescimento interno e à queda da renda real (ver SEÇÃO V). Assim, uma retomada, mesmo que modesta, da demanda interna no segundo semestre – num contexto de redução gradual da taxa de juros (ver SEÇÃO III) –, ao lado da recente valorização cambial em termos reais, pode provocar um rápido aumento deste *quantum*, principalmente na categoria de bens de consumo, cuja elasticidade renda das importações é maior.

Finalmente, vale ressaltar que as características estruturais das pautas de exportação e importação brasileiras contribuem negativamente para a sustentabilidade do saldo comercial num contexto de reversão desses fatores conjunturais. Alguns estudos recentes²⁸ têm chamado a atenção para o baixo conteúdo tecnológico das nossas exportações, concentrada em *commodities* primárias e produtos intensivos em trabalho e recursos naturais. Em contrapartida, nossas importações são concentradas em produtos de média e alta intensidade tecnológica. O perfil

tecnológico do comércio exterior brasileiro é um dos determinantes tanto da assimetria entre as elasticidades-renda das exportações e importações brasileiras (ressaltada na Introdução deste Boletim) quanto de uma segunda característica adversa desse comércio, seu baixo dinamismo. São exatamente os produtos de menor intensidade tecnológica, responsáveis pelo crescimento das exportações no período recente, que têm uma taxa de crescimento abaixo da média do comércio mundial.

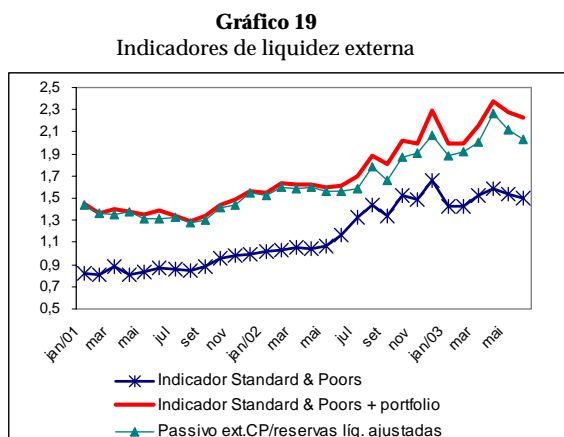
Assim, aquela sustentabilidade no médio e longo prazos depende da adoção de políticas industriais e de comércio exterior ativas, voltadas para a melhora do perfil tecnológico da pauta da exportação brasileira, bem como para a substituição de importações nos setores de média e alta intensidade tecnológica. Uma postura não subordinada nas negociações comerciais, no âmbito dos blocos econômicos (Alca, União Européia e Mercosul) e da OMC, também é fundamental

3 A evolução da vulnerabilidade externa: a ótica dos passivos

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

²⁸ Sarti, Fernando, Sabatini, Rodrigo. *Conteúdo tecnológico do comércio exterior brasileiros*. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2003 (Trabalho não publicado); Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial – IEDI. *Radiografia das exportações brasileiras*. Abr. 2003a; IEDI. *O balanço comercial*: janeiro-abril de 2002. Jun. 2003b.

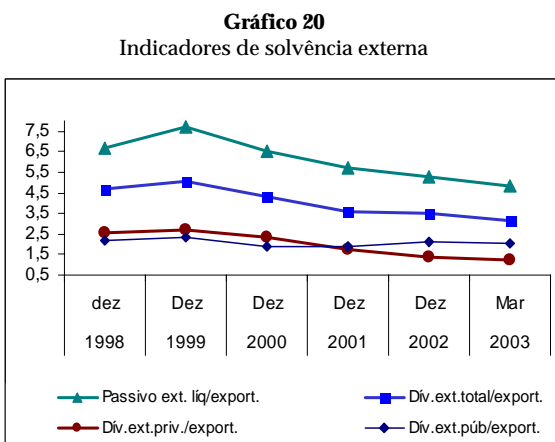
Os indicadores de liquidez externa, apesar de terem apresentado uma ligeira redução a partir de abril, mantiveram-se em patamar elevado (ver [Gráfico 19](#)). Além do indicador tradicional, “Passivo externo de curto prazo/reservas líquidas ajustadas”, calculamos dois indicadores mais amplos: o Indicador utilizado pela *Standard & Poors*, que equivale à razão entre a chamada “Necessidade Bruta de Financiamento Externo” (NBFE)²⁹ e as reservas líquidas ajustadas (sendo que os países com um indicador superior a 1 são classificados com grau especulativo) e um terceiro indicador que soma às NBFE o estoque de investimento de portfólio no Brasil. Assim, este último indicador “mede” a pressão potencial sobre as reservas internacionais no País.



Já os indicadores de solvência externa são estimativas da vulnerabilidade externa do País no médio e longo prazos (ver [Gráfico 20](#)). Neste caso, a questão essencial é a capacidade de geração de divisas da economia, associada, no caso dos países periféricos, como o Brasil, ao desempenho das exportações, dado o saldo negativo ou equilibrado das demais sub-contas das

²⁹ As NBFE equivalem à soma do saldo em transações correntes, com o principal vencível da dívida externa de médio e longo prazo e o estoque da dívida de curto prazo.

Transações correntes. O indicador mais amplo, “Passivo externo líquido/exportações”,³⁰ manteve-se em patamar elevado, mas apresentou redução após 1999, devido à queda do passivo externo e, num segundo momento – após 2001 – ao crescimento das exportações (cuja sustentabilidade é questionável, como mencionado). A redução deste passivo, por sua vez, esteve associada, principalmente, a um efeito contábil: a queda dos estoques de investimento estrangeiro direto e de portfólio no País, medidos US\$, em decorrência da desvalorização do real no período.³¹



³⁰ O Passivo Externo Bruto (PEB) do país inclui o estoque de dívida externa, de investimento de portfólio e externo direto. O passivo externo líquido equivale ao PEB menos os ativos externos (reservas internacionais líquidas ajustadas, ativos dos bancos brasileiros no exterior e crédito brasileiros no exterior).

³¹ O estoque de investimento externo direto no País, avaliado pelo Bacen de cinco em cinco anos a partir do Censo de Capital Estrangeiro (o último foi realizado em 2000), é calculado em R\$. Assim, quando ocorre uma desvalorização da moeda nacional, o valor deste estoque em dólar diminui. O mesmo efeito contábil ocorre na contabilização dos fluxos anuais de IED, utilizados para estimar o estoque de IED entre os anos dos censos: os fluxos líquidos mensais de IED, contabilizados em US\$ no Balanço de pagamentos são convertidos em R\$ à taxa de câmbio média do período; a soma desses fluxos corresponde ao fluxo total no ano, que é convertido à taxa de câmbio de final de período; em seguida, o valor em US\$ do ano é somado ao estoque de IED em US\$ do ano anterior. Utilizamos essa metodologia para estimar o estoque de IED para os anos de 1998 e 1999, já que o Bacen somente divulga esses dados para os anos posteriores ao último censo.

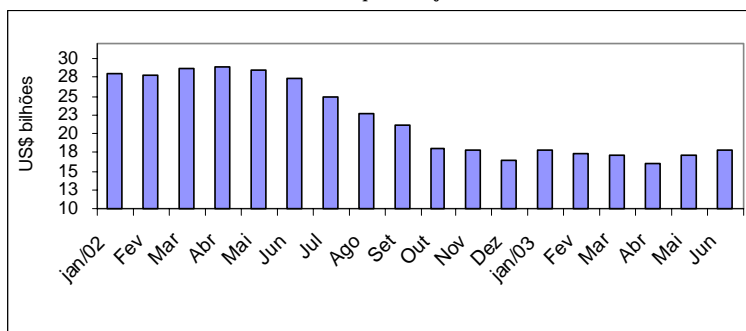
No caso dos fluxos de portfólio, a maior instabilidade cambial após a adoção do regime de câmbio flutuante e a retração dos fluxos de capitais também contribuíram para a sua redução. Adicionalmente, a dívida externa – terceiro componente do passivo externo, que não está sujeita a este efeito contábil, já que é denominada em moeda estrangeira – diminuiu no período em função da escassez de financiamento externo voluntário. Esta escassez explica a redução do indicador “Dívida externa privada/exportação”. Já o indicador “Dívida externa total/exportação” permanece em patamar praticamente estável após 2000, refletindo o aumento da dívida pública externa – associada às operações de regularização e às emissões soberanas – que contrabalançou a retração do endividamento privado.

A evolução dos indicadores de liquidez e solvência externa revela que o ajuste dos fluxos de recursos reais ao exterior, especialmente da balança comercial, após 1999, não reduziu a vulnerabilidade externa da economia brasileira, seja no curto, seja no

médio e longo prazos. Assim, pode-se afirmar que no período em questão a adoção do regime de câmbio flutuante foi incapaz tanto de garantir um ajuste virtuoso dos fluxos – já que o melhor desempenho da conta de recursos reais ao exterior baseou-se em duas fortes desvalorizações cambiais e na queda da renda real (resultado da mudança na relação câmbio/salário), além de ter sido favorecido pelo aumento dos preços internacionais das *commodities* – quanto de reduzir ou mesmo atenuar a vulnerabilidade externa de uma economia como a brasileira, com um elevado passivo externo.

Os indicadores de liquidez externa mostram que, no curto prazo, esta vulnerabilidade inclusive aumentou no período de maior ajuste dos fluxos (segundo semestre de 2002 e primeiro trimestre de 2003). O baixo nível de reservas líquidas ajustadas – associado não somente à crise de financiamento externo de 2002, mas também à condução da política cambial no primeiro semestre de 2003 (ver SEÇÃO III) – contribuiu para esse resultado (ver [Gráfico 21](#)).

Gráfico 21
Reservas líquidas ajustadas



Fonte: Banco Central do Brasil.

O aumento do estoque de divisas é fundamental para atenuar a vulnerabilidade das economias periféricas, como a brasileira, que não emitem moeda conversível internacionalmente. Contudo, esta acumu-

lação não deve se ancorar no aumento do passivo externo do País – que, além de manter os indicadores de vulnerabilidade externa em patamares estruturalmente elevados, resulta numa pressão estrutural sobre a

conta de serviços fatores³² –, mas em saldos comerciais crescentes. Assim, uma questão central que se coloca é a sustentabilidade do desempenho favorável das exportações, a qual requer uma mudança no regime de política econômica: a adoção de uma política cambial mais intervencionista (flutuação suja), que impeça a valorização e atenuar a volatilidade da taxa de câmbio,

simultaneamente à imposição de controles sobre os fluxos de capitais. Esses controles são pré-requisitos tanto para a ampliação do grau de liberdade das políticas macroeconômicas (cambial e monetária), quanto para a eficácia das já mencionadas políticas industriais e de comércio exterior, necessárias para melhorar o perfil da pauta de exportação brasileira.

32 Como ressaltam Medeiros & Serrano (2001), do ponto de vista da solvência externa, a diferença relevante entre investimento direto estrangeiro e dívida externa “*diz respeito única e exclusivamente a seus custos relativos enquanto componentes dos pagamentos em divisas efetuados*” (Medeiros, C., Serrano, F. Inserção externa e crescimento no Brasil. In: Fiori, J. L., Medeiros, C. (Org.) *Polarização mundial e crescimento*. Petrópolis: Editora Vozes, 2001. p. 105-134). É interessante mencionar que alguns autores, como Kregel, argumentam que o custo efetivo dos investimentos externos diretos seria, inclusive, superior ao custo do endividamento externo. Isto porque, esses investimentos devem ter uma lucratividade bastante elevada, pois têm uma liquidez menor e envolvem maior risco, decorrente das dificuldades de operação num país estrangeiro. A esse respeito, ver: Kregel, J. Riscos e implicações da globalização sobre a autonomia das políticas nacionais. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, 1996.