

## 4 SETOR EXTERNO

### BALANÇA COMERCIAL

Em 2004, o *superávit da balança comercial* atingiu o recorde de US\$ 33,7 bilhões, resultado de exportações de US\$ 96,5 bilhões e importações de US\$ 62,8 bilhões, consideravelmente superior ao saldo de 2003, de US\$ 24,8 bilhões. Em janeiro e fevereiro, o superávit atingiu US\$ 5 bilhões, bastante acima dos US\$ 3,6 bilhões verificados no mesmo período de 2004.

As *exportações* aumentaram 32% com relação ao ano anterior, devido, principalmente, aos produtos básicos, que cresceram 35%, e aos manufaturados, com aumento de 34% (ver Tabela 4.1). Dentre os principais produtos básicos, merecem destaque carne de bovinos (70%), carne de frango (46%) e minério de ferro (38%); entre os manufaturados, os maiores destaques foram aviões (69%), açúcar refinado (43%) e laminados de ferro ou aço (42%).

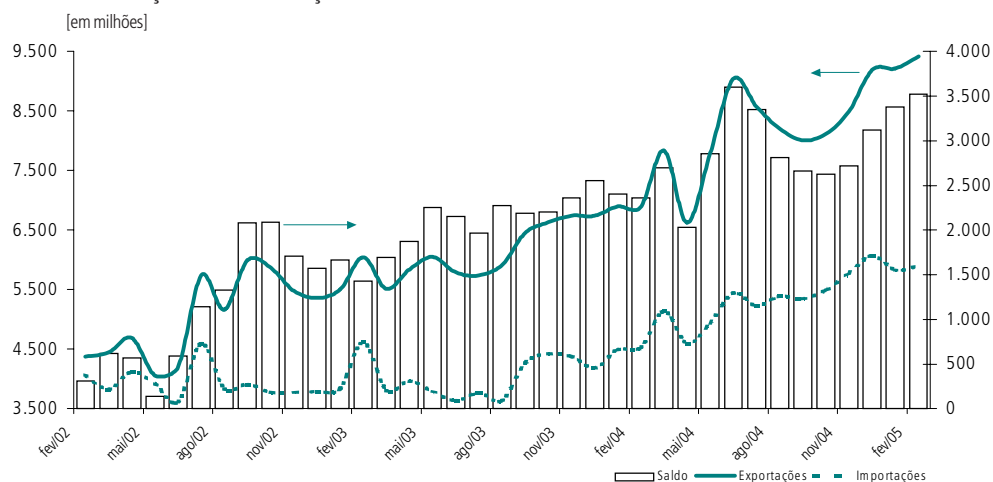
TABELA 4.1  
**BALANÇA COMERCIAL BRASILEIRA — 2003 E 2004**  
[em US\$ milhões]

Discriminação	Jan.-Dez. 2004	Jan.-Dez. 2003	Varição Percentual
			Jan.-Dez. 2004/Jan.-Dez. 2003
Exportações	96.475	73.084	32,0
Básicos	28.518	21.179	34,7
Industrializados	66.378	50.597	31,2
Semimanufaturados	13.429	10.943	22,7
Manufaturados	52.949	39.654	33,5
Transações Especiais	1.579	1.308	20,7
Importações	62.779	48.291	30,0
Mat.-Primas e Prod. Intermed.	33.496	25.828	29,7
Combustíveis e Lubrificantes	10.298	6.577	56,6
Bens de Capital	12.126	10.348	17,2
Bens de Consumo	6.859	5.538	23,9
Não-Duráveis	3.672	3.121	17,7
Duráveis	3.187	2.417	31,9
Saldo Comercial	33.696	24.793	35,9
Memo:			
Exportações			
Argentina	7.373	4.561	61,7
China	5.440	4.533	20,0
Estados Unidos	20.341	16.900	20,4
Resto do Mundo	63.321	47.090	34,5

Fonte: Secex. Elaboração: IPEADIMAC.

GRÁFICO 4.1

## EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES — SÉRIE DESSAZONALIZADA



As exportações para a Argentina foram as que tiveram maior crescimento em 2004, com 62%, atingindo US\$ 7,4 bilhões e superando o nível de 2000. Mas, no mesmo ano, Venezuela (140%) e México (44%), dentre os países da América Latina, foram mercados extremamente dinâmicos. Já as exportações para os Estados Unidos tiveram aumento de apenas 20%, bem abaixo da média, e para a União Européia, nosso principal mercado, 31%.

O crescimento do comércio mundial — estimado em 8,8% pelo FMI (World Economic Outlook, setembro de 2004) — foi, sem dúvida, importante para o crescimento das exportações brasileiras em 2004. Entretanto, houve também um ganho relativo de competitividade, que se expressa no aumento de 19% nas quantidades exportadas, taxa bastante superior ao aumento da demanda mundial, o que significa que nosso *market-share* cresceu de forma expressiva, passando de 0,86% em 1999 — o menor valor desde 1971 — para 1,11% em 2004. O aumento das quantidades foi mais expressivo nos produtos manufaturados (com variação de 26%), seguido pelos básicos (14%) e pelos semimanufaturados (7%). Contudo, o aumento dos preços de 11% também foi significativo e influenciado, sobretudo, pelos básicos (18%), secundado pelos semimanufaturados (14%), ao passo que os preços dos manufaturados tiveram elevação de apenas 6%. Em janeiro, os preços aumentaram apenas 1% com relação a dezembro — corrigidas as variações sazonais —, enquanto as quantidades não se moveram (ver Gráfico 4.2).

No acumulado dos dois primeiros meses do ano, as exportações alcançaram US\$ 15,2 bilhões, 32% acima do observado em igual período do ano passado (ver Tabela 4.2). Os produtos básicos pouco cresceram no período, com variação de 8% em relação ao mesmo período do ano passado. Já os manufaturados apresentaram crescimento de 46% e os semimanufaturados, de 28%.

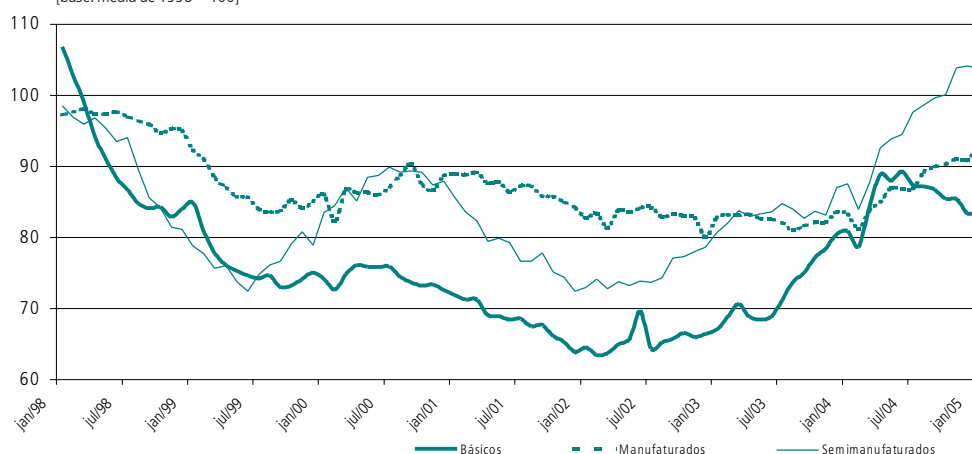
As exportações continuam aumentando a um ritmo bastante veloz, pelo critério das médias diárias dessazonalizadas. O crescimento, em fevereiro, foi de 8% com relação ao mês anterior e de 11% na comparação com dezembro. Essa aceleração foi mais intensa nos semimanufaturados, com crescimento de 25% na comparação com dezembro, seguido pelos básicos, com 11%.

Os produtos com maior crescimento no acumulado do ano foram óxidos e hidróxidos de alumínio (303%), fio-máquina (143%), ferro fundido (164%), carne suína (141%) e fumo (125%). As exportações do complexo soja caíram 16% mas deve-se registrar que elas ocorrem principalmente entre março e outubro e o preço parece estar se recuperando.

GRÁFICO 4.2

**ÍNDICES DE PREÇOS DAS EXPORTAÇÕES: BÁSICOS, SEMIMANUFATURADOS E MANUFATURADOS — DADOS DESSAZONALIZADOS**

[base: média de 1996 = 100]



Fonte: Funcex. Elaboração: IPEA.

As exportações para a Argentina seguem aumentando bastante (37%) no mesmo período mas a um ritmo inferior ao observado no ano passado como um todo. Em compensação, as vendas para os Estados Unidos cresceram 42% e para os países da Aladi, exclusive Mercosul, 53% e África, 44%. As exportações para a China, com crescimento de apenas 6%, continuam desapontando.

As importações, em 2004, registraram aumento de 30% com relação ao ano anterior. As maiores elevações ocorreram em combustíveis, com 57% — as importações de petróleo

TABELA 4.2

**BALANÇA COMERCIAL BRASILEIRA — FEVEREIRO DE 2005**

[em US\$ milhões]

Discriminação	Fev. 2005	Jan.-Fev. 2005	Fev. 2004	Jan.-Fev. 2004	Variação Percentual	
					Fev. 2005/ Fev. 2004	Jan.-Fev. 2005/ Jan.-Fev. 2004
Exportações	7.756	15.200	5.722	11.522	35,5	31,9
Básicos	1.859	3.629	1.617	3.357	15,0	8,1
Industrializados	5.761	11.268	4.013	7.968	43,6	41,4
Semimanufaturados	1.225	2.391	881	1.867	39,0	28,1
Manufaturados	4.536	8.877	3.132	6.101	44,8	45,5
Transações Especiais	136	303	92	197	47,8	53,8
Importações	4.970	10.230	3.752	7.966	32,5	28,4
Mat.-Primas e Prod. Intermed.	2.555	5.437	2.041	4.359	25,2	24,7
Combustíveis e Lubrificantes	890	1.646	458	1.132	94,3	45,4
Bens de Capital	970	2.035	792	1.584	22,5	28,5
Bens de Consumo	555	1.112	461	891	20,4	24,8
Nao-Duráveis	313	620	231	450	35,5	37,8
Duráveis	242	492	230	441	5,2	11,6
Saldo Comercial	2.786	4.970	1.970	3.556	41,4	39,8
Memo:						
Exportações						
Argentina	647	1.224	451	894	43,5	36,9
China	290	670	275	635	5,5	5,5
Estados Unidos	1.698	3.403	1.291	2.397	31,5	42,0
Resto do Mundo	5.121	9.903	3.705	7.596	38,2	30,4

Fonte: Secex. Elaboração: IPEA/DIMAC.

criaram 79% — , bens duráveis de consumo, com 32%, e matérias-primas, com 30%. Os menores aumentos foram observados em bens de capital, com 17%, e bens não-duráveis de consumo, com 18%.

Por principais blocos econômicos, em 2004, merece destaque o aumento das importações provenientes da África (88%), China (73%) e Europa Oriental (55%). Em compensação as vendas da Argentina ao Brasil cresceram 19%, bem abaixo da média.

Em que pese a forte elevação dos preços do petróleo em 2004, o crescimento das importações totais foi devido, principalmente, ao aumento de 18% nas quantidades, ao mesmo tempo em que os preços cresceram 10%. O aumento das importações de matérias-primas deveu-se à elevação de 20% nos preços e 9% no *quantum*. As de bens de consumo durável cresceram exclusivamente em razão do aumento de 32% no *quantum*, já que os preços tiveram queda de 4%. Movimento semelhante verificou-se com os bens de capital, com elevação de 10% no *quantum* e queda de 2% nos preços. O aumento dos bens de consumo não-duráveis foi devido em partes quase iguais a preços e quantidades. Os preços dos combustíveis aumentaram 30% no ano e as quantidades 16%, em razão do aumento da demanda e da queda de 1% da produção doméstica de petróleo bruto. A queda das importações em janeiro resultou de uma redução de 3% nas quantidades e 1% nos preços.

As importações, nos dois primeiros meses do ano, alcançaram US\$ 10,2 bilhões, uma elevação de 28% em relação ao mesmo período do ano passado. As importações de combustíveis cresceram 45% no período, ainda um ritmo bastante veloz, devido ao aumento de 59% das importações de petróleo. Surpreende também o crescimento de 38% dos bens de consumo não-duráveis, bastante superior ao dos duráveis, que aumentaram 12%. Os bens de capital cresceram 29% no período, muito acima do ritmo observado em 2004, e indica que os investimentos continuam a crescer fortemente.

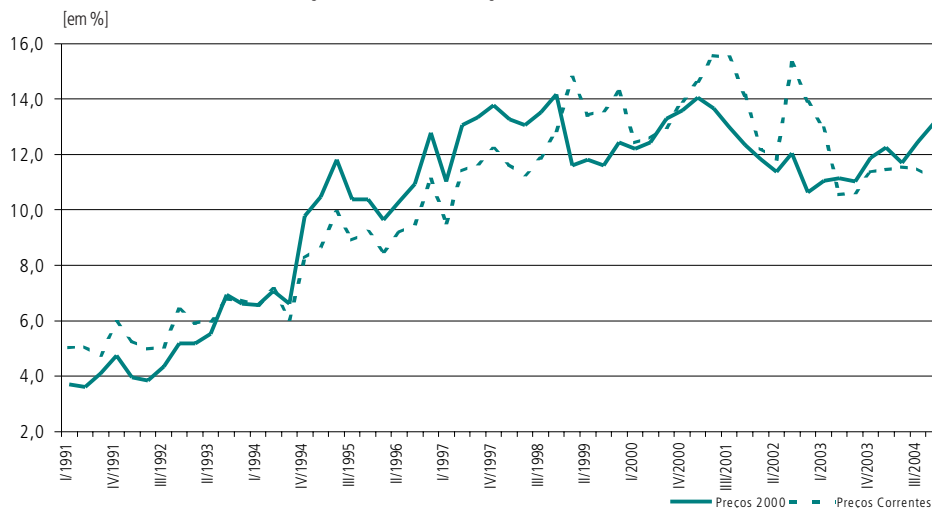
As importações continuam a crescer nos meses recentes, após um leve recuo entre novembro e dezembro. Em fevereiro, o aumento, com relação a dezembro (pelas médias diárias, corrigidas as variações sazonais), foi de 5%, liderado pelos combustíveis (21%) e pelos bens de consumo não-duráveis (15%). Em troca, os bens de capital, os bens de consumo não-duráveis e as matérias-primas cresceram apenas entre 1% e 3% no mesmo período.

Há quase três anos, o IPEA divulgou metodologia e cálculo de coeficiente de penetração das importações e de coeficiente de exportações (ver *Boletim de Conjuntura* 58, jul.-ago. de 2002). É interessante analisar como se comportaram esses indicadores após um período de forte aumento tanto das exportações quanto das importações.

O coeficiente de penetração das importações representa a parcela do consumo aparente atendida pelas importações.<sup>1</sup> Esse índice é calculado para os diversos gêneros da indústria e é feito a preços correntes e a preços constantes de 2000. Como mostra o Gráfico 4.3, entre 2001 e 2002 ocorreu uma fase de substituição de importações. Mas, a partir de 2003, a penetração das importações no consumo aparente da indústria voltou a aumentar gradativamente. A preços constantes, o coeficiente passa de 10,6% no quarto trimestre de 2002 para 13,1% no mesmo período de 2004. A preços correntes, esse aumento é bem menos intenso e só tem início no segundo trimestre de 2003. Contudo, essa fase de substituição

1. O coeficiente de importações é calculado da seguinte maneira:  $CPM = (M \cdot E) / (VP + M \cdot E - X \cdot E)$ , onde  $M$  = importações (em dólar),  $X$  = exportações (em dólar),  $VP$  = valor da produção (valor inicial \* índice de *quantum* \* índice de preços) e  $E$  = taxa de câmbio real/dólar.

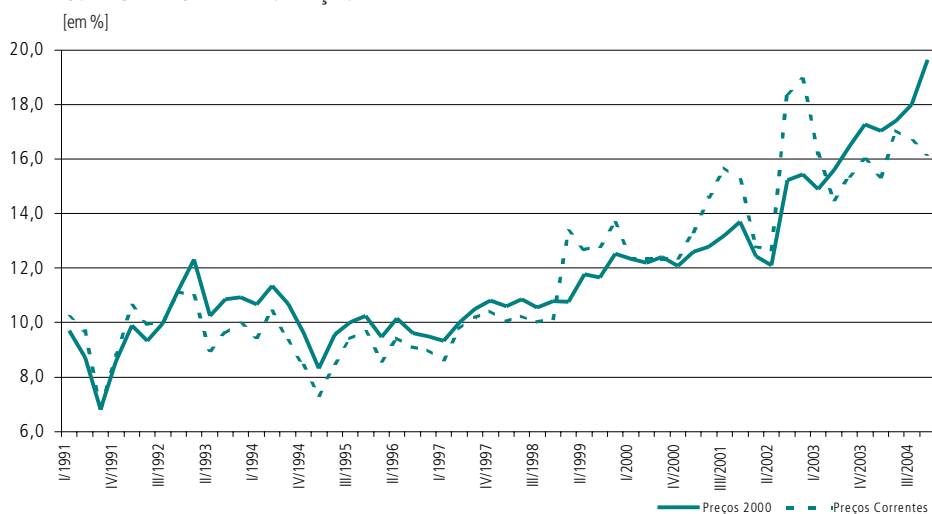
GRÁFICO 4.3  
COEFICIENTE DE PENETRAÇÃO DAS IMPORTAÇÕES



negativa de importações ocorre simultaneamente a uma elevação da produção industrial. Ela ocorre em praticamente todos os gêneros industriais mas é particularmente intensa na extrativa mineral (23% para 43% a preços de 2000, entre 2002-IV e 2004-IV) e veículos e peças, com exceção de automóveis, caminhões e ônibus (de 26% para 38% no mesmo período).

O coeficiente de exportação<sup>2</sup> representa a relação entre as exportações e a produção industrial. Esse coeficiente, ao contrário, não pára de crescer desde 1995. A preços de 2000, pula de cerca de 8% naquele ano para quase 20% no final de 2004, como pode se observar no Gráfico 4.4. Praticamente todos os setores industriais passaram a exportar um percentual maior de sua produção. Os aumentos mais expressivos, a preços de 2000, de 1999 até 2004 foram em minerais não-metálicos, equipamentos eletrônicos, madeira e mobiliário, refino de petróleo, têxtil, abate de animais e outros produtos alimentares.

GRÁFICO 4.4  
COEFICIENTES DE EXPORTAÇÃO



2. Calculado da seguinte maneira:  $CX = (X^* E)$ , onde os símbolos têm os significados expostos anteriormente.

## BALANÇO DE PAGAMENTOS

Em 2004, o *saldo em conta corrente* foi de US\$ 11,7 bilhões, bem acima dos US\$ 4,2 bilhões obtidos em 2003. Em janeiro, o superávit alcançou US\$ 0,8 bilhão. Apesar de inferior a US\$ 1,2 bilhão observado em dezembro — devido a exportações sazonalmente menores nesse mês — ainda foi bastante superior ao saldo de janeiro de 2004, quando não ultrapassou US\$ 0,7 bilhão, elevando o saldo em 12 meses para US\$ 11,8 bilhões (ver Gráfico 4.5 e Tabela 4.3).

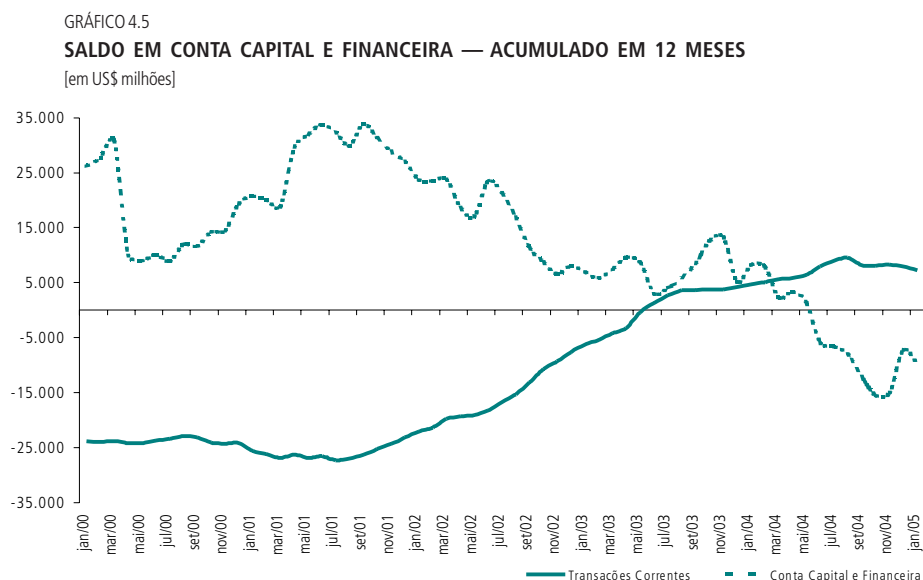


TABELA 4.3  
BALANÇO DE PAGAMENTOS  
[em US\$ milhões]

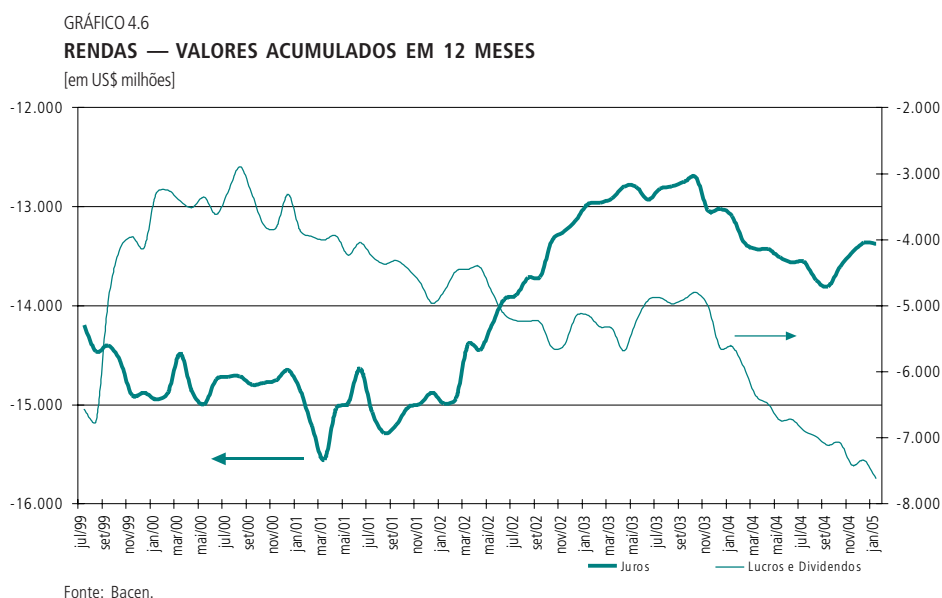
Discriminação	2004		2005
	Jan.	Ano	Jan.
Balança Comercial (FOB)	1.586	33.693	2.183
Exportações	5.800	96.475	7.444
Importações	4.214	62.782	5.260
Serviços e Rendas	-1.147	-25.293	-1.637
Transferências Unilaterais Correntes (Líquido)	241	3.268	271
Transações Correntes	680	11.669	818
Conta Capital e Financeira	3.629	-7.310	1.187
Conta Capital	39	703	51
Conta Financeira	3.591	-8.013	1.136
Investimento Direto (Líquido)	890	8.695	1.144
No Exterior	-102	-9.471	-74
No País	993	18.166	1.218
Investimentos em Carteira	2.690	-4.750	420
Derivativos	41	-677	20
Outros Investimentos	-30	-11.281	-448
Erros e Omissões	-108	-2.115	20
Resultado Global do Balanço	4.202	2.244	2.025
Memo:			
Transações Correntes/PIB (%)	-	1,94	-

Fonte: Bacen.

O déficit da *conta de serviços*, em 2004, permaneceu relativamente inalterado em comparação com 2003 (US\$ 4,8 bilhões contra US\$ 4,9 bilhões em 2003). Essa estabilidade esconde, entretanto, um aumento tanto de receitas quanto de despesas da ordem de US\$ 2 bilhões. Em janeiro de 2005, o déficit dessa conta foi de apenas US\$ 0,3 bilhão, cerca de metade do resultado de dezembro de 2004. Com o aumento da corrente de comércio, praticada principalmente por empresas não-residentes, o déficit da conta de transportes aumentou, em 2004, para US\$ 2,1 bilhões, ao passo que no ano anterior esse valor havia sido de US\$ 1,6 bilhão. A registrar, no entanto, o aumento da receita com fretes, que passou de US\$ 1,8 bilhão em 2003 para 2,3 bilhões em 2004; em janeiro, com a receita atingindo US\$ 0,2 bilhão, o déficit da conta caiu para US\$ 114 milhões, inferior aos US\$ 132 milhões de janeiro de 2004.

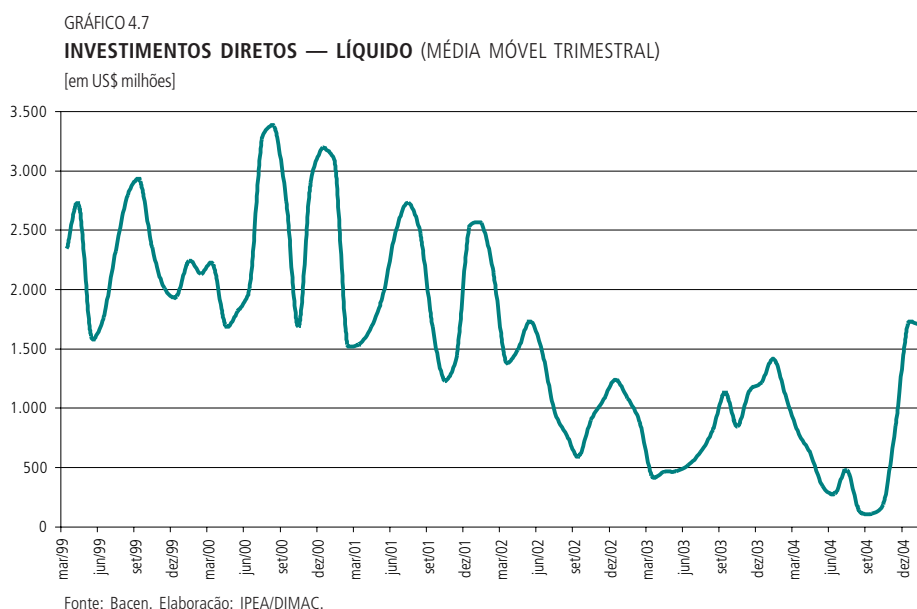
A conta de viagens internacionais continuou positiva em 2004, com superávit de US\$ 351 milhões, acima dos US\$ 217 milhões de 2003, mas viajou-se muito mais, tanto para fora do país quanto para dentro. As receitas aumentaram 30%, atingindo US\$ 3,2 bilhões, enquanto as despesas cresceram 27%, chegando a US\$ 2,9 bilhões. Em janeiro, apesar de as receitas terem crescido 15% com relação ao mesmo mês de 2004, as despesas aumentaram 52%, atingindo US\$ 296 milhões. O déficit da conta de aluguel de equipamentos em 2004 foi de US\$ 2,2 bilhões, um pouco abaixo dos US\$ 2,3 bilhões verificados no ano anterior, mas a tendência recente é de elevação, especialmente porque o aluguel de plataformas da Petrobras, o principal item, deverá aumentar, pois duas das novas plataformas pertencem a subsidiárias da empresa na Holanda. Dessa forma, apesar de nunca terem saído do país, no momento da conclusão das obras foram registradas como exportações e, agora, começam a representar despesas com aluguel.

O déficit da conta de juros permaneceu praticamente constante entre 2003 e 2004, quando atingiu US\$ 13,4 bilhões (US\$ 13,0 bilhões em 2003). Mas, como mostra o Gráfico 4.6, após uma alta entre outubro de 2003 e setembro de 2004, os valores acumulados em 12 meses voltaram a cair. Em compensação, o déficit da conta lucros e dividendos continua a crescer, atingindo, no acumulado de 12 meses em janeiro, US\$ 7,6 bilhões, US\$ 2 bilhões acima do mesmo valor observado em janeiro de 2004.



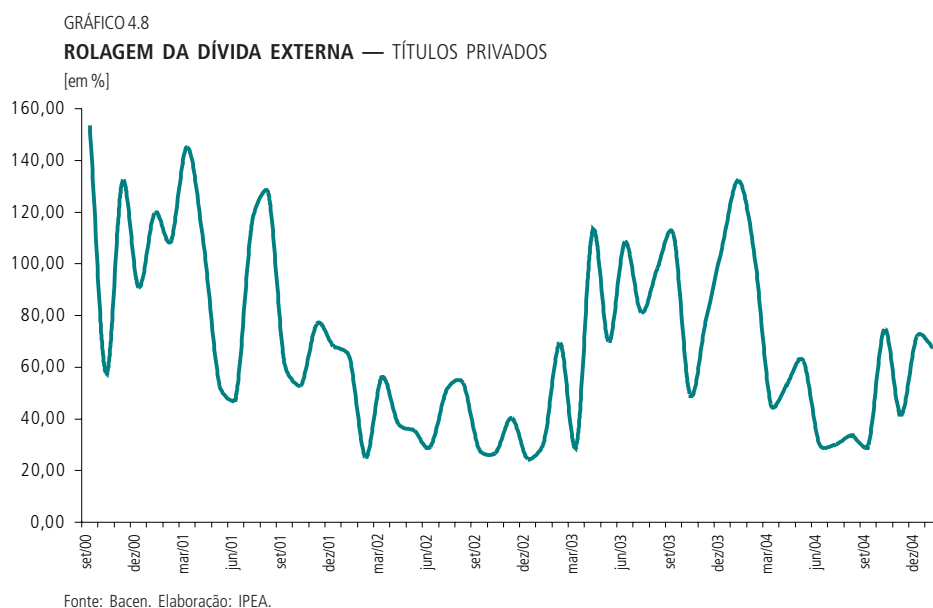
Os *investimentos brasileiros no exterior* pularam de –US\$ 0,3 bilhão em 2003 para –US\$ 9,5 bilhões, um valor totalmente sem precedentes. A fusão da Ambev com a Interbrew em agosto influenciou significativamente esse valor mas responde por menos da metade do aumento. Parte desse incremento deve ser resultado, também, dos investimentos da Petrobras no exterior, em empresas de propósito específico que, posteriormente, importaram as plataformas de exploração de petróleo, operação já mencionada. Infelizmente, o Bacen ainda não detalha essas operações, assim como é feito para os investimentos externos no país, permitindo uma análise mais acurada. De toda forma, 73% das saídas líquidas ocorreram em agosto.

O ingresso de *investimentos diretos externos no país* continua apresentando um bom desempenho. Entre 2003 e 2004, o fluxo passou de US\$ 10,1 bilhões para US\$ 18,2 bilhões. Em janeiro, atingiu US\$ 1,2 bilhão, um pouco inferior à média de outubro e novembro de 2004 — dezembro registrou um ingresso de US\$ 3,2 bilhões, o maior valor desde dezembro de 2001 —, mas ainda bem acima da média dos demais meses de 2004. Como se observa no Gráfico 4.7, a tendência a queda do ingresso de investimentos externos líquidos (estrangeiros no país menos brasileiros no exterior) parece estar se invertendo nos últimos meses.



O saldo da conta de *investimentos estrangeiros em carteira* despencou de US\$ 5,1 bilhões em 2003 para –US\$ 4 bilhões em 2004. Conforme analisado em edições anteriores deste *Boletim*, a queda concentrou-se em *bônus*, *notes* e *commercial papers* negociados no exterior, cuja soma saiu de US\$ 1,9 bilhão em 2003 para –US\$ 6,2 bilhões em 2004. A captação de novos recursos por meio desses títulos, em 2004, foi até mesmo um pouco superior à de 2003. Entretanto, como boa parte dos títulos emitidos em 2003 possuía um prazo de vencimento ao redor de 12 meses, bem inferior ao observado nos últimos anos, o valor das amortizações em 2004 aumentou consideravelmente com relação ao do ano anterior. Nos últimos meses está ocorrendo uma recuperação dos desembolsos de *notes* e *commercial papers*, ainda que, em janeiro deste ano, o valor tenha sido inferior ao verificado em janeiro de 2004.

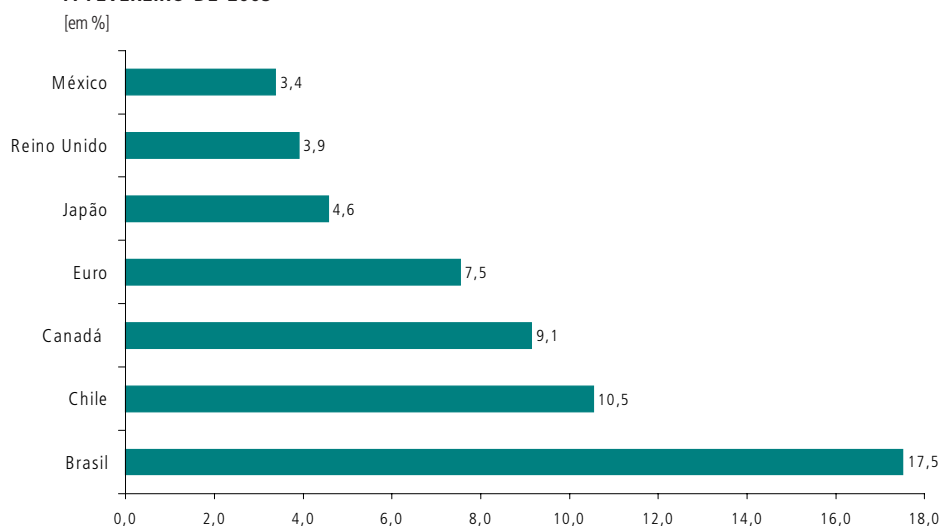
As operações de créditos de fornecedores e demais operações de crédito (curto e longo prazos) melhoraram discretamente, passando de –US\$ 6,2 bilhões em 2003 para –US\$ 6 bilhões em 2004 (–US\$ 1,4 bilhão em janeiro de 2005). Com isso, a taxa de *rolagem* dos títulos privados (que engloba crédito comercial de longo prazo, bônus, *notes* e *commercial papers*) permaneceu ao redor de 70% nos dois últimos meses. Como se nota pelo Gráfico 4.8, essa taxa é sensivelmente inferior à que prevaleceu entre abril de 2003 e janeiro de 2004. Entretanto, isso não denota maior dificuldade de captação de recursos externos, e sim, primeiro, a disposição de várias empresas em quitar suas dívidas e, segundo, o fato de várias empresas tomarem emprestado e manterem esses recursos em paraísos fiscais, não havendo ingresso de capitais no balanço de pagamentos, devido à elevação do custo do *hedge* cambial. Outra evidência disso é o fato de a República ter emitido bônus no exterior, apenas em fevereiro, de US\$ 2,9 bilhões.



Desde julho de 2004, o real valorizou-se cerca de 16% ante o dólar. Essa apreciação da moeda tem causado apreensões em certos setores quanto à evolução da competitividade das exportações brasileiras. Alguns consideram que o Bacen deveria ter feito mais esforços para evitar esse movimento, ao menos na intensidade registrada. O que vem causando essa apreciação e o que poderia ser feito para reduzi-la? Em primeiro lugar, não custa lembrar que o dólar dos Estados Unidos tem se desvalorizado ante as moedas de seus principais parceiros desde junho de 2004. O Gráfico 4.9 mostra a valorização das moedas de diversos países com relação ao dólar entre junho de 2004 e fevereiro de 2005. Ou seja, a desvalorização do dólar faz parte de um movimento global gerado pelos enormes desequilíbrios fiscal e externo dos Estados Unidos. Ainda assim, o real, das moedas do gráfico, foi a que teve a maior valorização — mais de 17% no período.

Em segundo lugar, o governo tem feito, desde dezembro, principalmente, um grande esforço no sentido de reduzir a valorização do real, com aumento das intervenções. As intervenções diretas do Bacen não são os únicos instrumentos de que dispõe o governo para influenciar o volume de câmbio no mercado. As compras do Banco do Brasil em nome do

GRÁFICO 4.9

**VALORIZAÇÃO DO DÓLAR AMERICANO ANTE AS MOEDAS DOS PAÍSES — DE JUNHO DE 2004 A FEVEREIRO DE 2005**

Fontes: Fed e Banco Central de Chile.

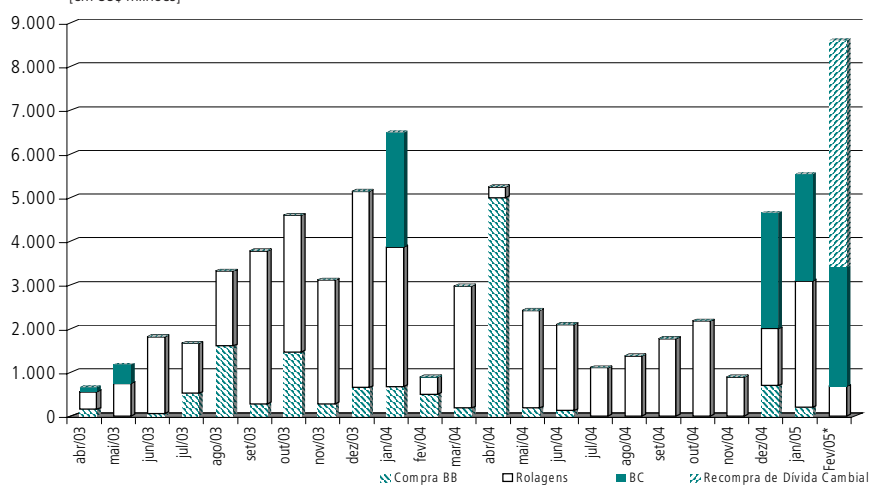
Tesouro Nacional, os resgates de títulos com correção cambial e a recém-lançada operação de recompra de dívida cambial também são instrumentos adotados com essa finalidade. Com base em dados gentilmente cedidos pelo Departamento de Pesquisa do Unibanco, foi possível construir o Gráfico 4.10, que mostra o agregado dessas operações. Pode-se notar que a média mensal das intervenções entre dezembro de 2004 e fevereiro de 2005 foi de US\$ 6,3 bilhões, ou seja, 50% a mais do que a média do ciclo anterior de intervenções entre agosto de 2003 e janeiro de 2004. No entanto, ao contrário do verificado naquela oportunidade, o real continua a se valorizar, mas o problema não resulta de falta ou de reduzida intervenção.

Na verdade, conjugam-se dois fatores. Primeiro, apesar de o Federal Reserve estar aumentando a taxa básica de juros desde julho passado, as taxas longas estão relativamente estáveis, proporcionando grande liquidez no mercado financeiro internacional. Uma forma de observar essa liquidez é através da queda dos indicadores de risco país. O EMBI+ do JP Morgan para

GRÁFICOS 4.10

**INTERVENÇÕES DO GOVERNO NO MERCADO CAMBIAL, POR INSTRUMENTO**

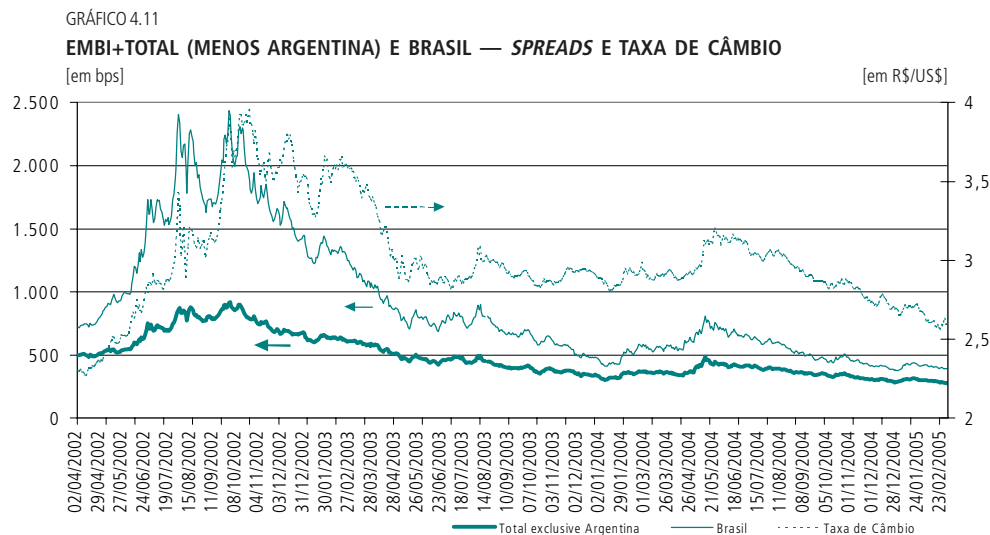
[em US\$ milhões]



Fonte: Departamento de Pesquisa do Unibanco.

\* Até o dia 24.

quase todos os países (exceto Argentina) vem caindo desde maio de 2004, o que favorece o ingresso de capitais nas economias emergentes (ver Gráfico 4.11). Nesse período, o EMBI+ do Brasil caiu de cerca de 800 pontos para aproximadamente 390 pontos. Segundo, concomitantemente à redução do risco país, o Brasil vem experimentando uma elevação das taxas reais de juros, especialmente nos últimos quatro meses. Entre outubro de 2004 e fevereiro de 2005, a taxa de *swap* de 360 dias, deflacionada pela expectativa de variação do IPCA 12 meses à frente, passou de 10,7% a.a. para 12,3% a.a., contribuindo para uma elevação da taxa de FRA de cupom cambial que, no segundo vértice (terceiro mês subsequente), passou de 1,15% em outubro de 2004 para 2,9% em meados de fevereiro.



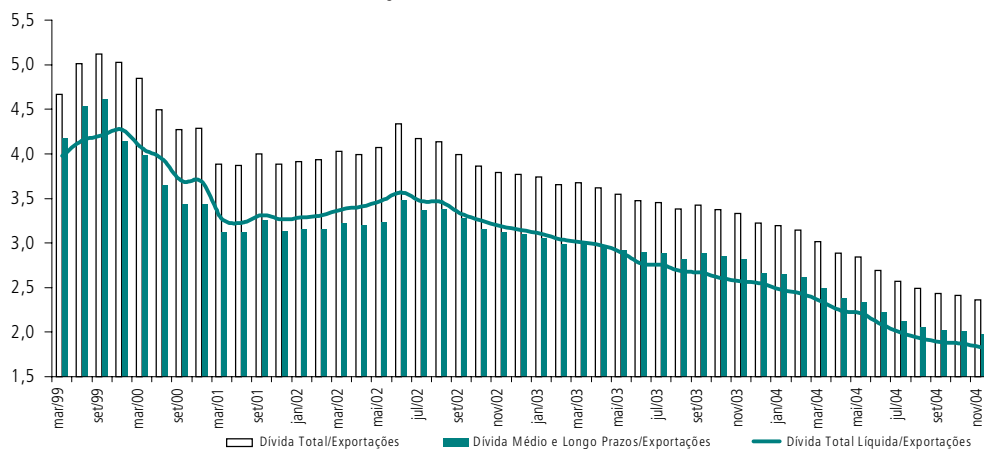
A partir do final de novembro, o saldo do movimento de câmbio aumentou expressivamente, sobretudo nas operações financeiras. A média mensal passou de US\$ 2,7 bilhões negativos entre março e novembro para US\$ 2,3 bilhões positivos em dezembro e janeiro, pulando para US\$ 3,9 bilhões em fevereiro. Se não houver alterações tanto no cenário interno quanto no externo, a taxa de câmbio não deverá se afastar muito do patamar atual.

A disposição do Bacen em realizar intervenções no mercado de câmbio proporcionou uma elevação das *reservas internacionais* de pouco mais de US\$ 49 bilhões em outubro de 2004 para US\$ 54 bilhões no final de janeiro (US\$ 59 bilhões no final de fevereiro), ao passo que as reservas líquidas ajustadas no conceito do FMI alcançavam US\$ 27,1 bilhões em janeiro, cerca de US\$ 5 bilhões a mais do que o nível de outubro. Vale a pena lembrar que, caso o acordo com o FMI não seja renovado, o conceito formal de Reservas Líquidas Ajustadas perde o sentido, ainda que possa servir como indicador das disponibilidades após descontar a dívida com o FMI.

A queda do risco país, como já analisada, está vinculada não só à liquidez internacional como também à melhoria dos indicadores relativos da solvência da economia brasileira. A razão entre a *dívida externa líquida* e as exportações não pára de cair, atingindo 1,8 em outubro, como mostra o Gráfico 4.12. Ainda assim, esse percentual continua bem mais elevado que o da maioria das economias emergentes.

GRÁFICO 4.12

**DÍVIDA EXTERNA SOBRE EXPORTAÇÕES**



Fonte: Bacen. Elaboração: IPEA.