

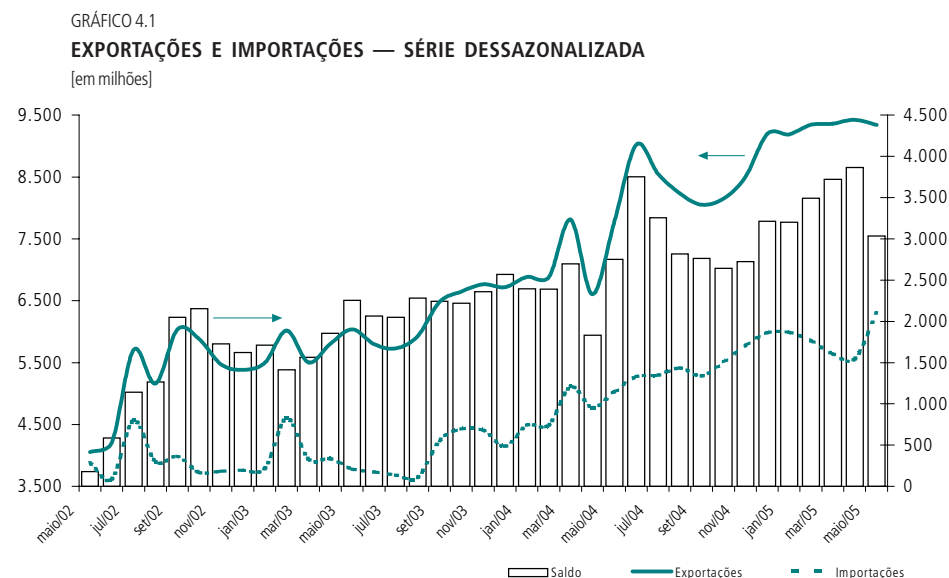
## 4 SETOR EXTERNO

### BALANÇA COMERCIAL

O superávit da *balança comercial*, em maio, atingiu a cifra de US\$ 3,5 bilhões, acumulando US\$ 15,6 bilhões nos primeiros cinco meses do ano, bem acima dos US\$ 11,2 bilhões observados em igual período do ano passado. Em 12 meses, o saldo continua a crescer, atingindo US\$ 38,1 bilhões em maio.

As *exportações* alcançaram o valor de US\$ 9,8 bilhões em maio, totalizando US\$ 106 bilhões em 12 meses. Em termos dessazonalizados, no entanto, as exportações estagnaram nos quatro últimos meses, como se observa no Gráfico 4.1. Ainda assim, o crescimento com relação ao mesmo mês do ano passado (dados originais) foi de 24%, provocado, principalmente, pelo aumento dos semimanufaturados, com 31%, e dos manufaturados, com 25%, ao passo que o aumento dos básicos foi de 17%. Entretanto, na comparação com o mês anterior, pelo critério das médias diárias dessazonalizadas, basicamente o único grupo que cresceu foi o dos básicos (2,3%), enquanto os manufaturados não aumentaram e os semimanufaturados tiveram queda de 3%.

No acumulado do ano, os maiores destaques cabem a ferro fundido (179,1%), fios-máquina (138,9%), aparelhos transmissores e receptores (132,5%), açúcar em bruto (130,8%), carne suína (84,3%), algodão em bruto (75%) e semimanufaturados de ferro e aço (56%).



Fonte: Secex. Elaboração: IPEA/DIMAC.

Por grupos e países de destino, destacam-se, no acumulado do ano, a Europa Oriental (61,7%), África (48,4%) e Argentina (41,8%). As exportações para a China tiveram queda de 3,9% no período, devido, principalmente, às de soja.

As exportações no acumulado do ano aumentaram, principalmente devido à elevação de 16,9% nas quantidades, ao passo que os preços cresceram 10,4%. Até abril, os manufaturados experimentaram aumento de 21,1% no *quantum* e de 11,3% nos preços; os semimanufaturados, de 11,7% nas quantidades e de 20,5% nos preços. Já o fraco desempenho relativo dos básicos deveu-se tanto a uma pequena elevação dos preços (4,1%) quanto das quantidades (8,2%).

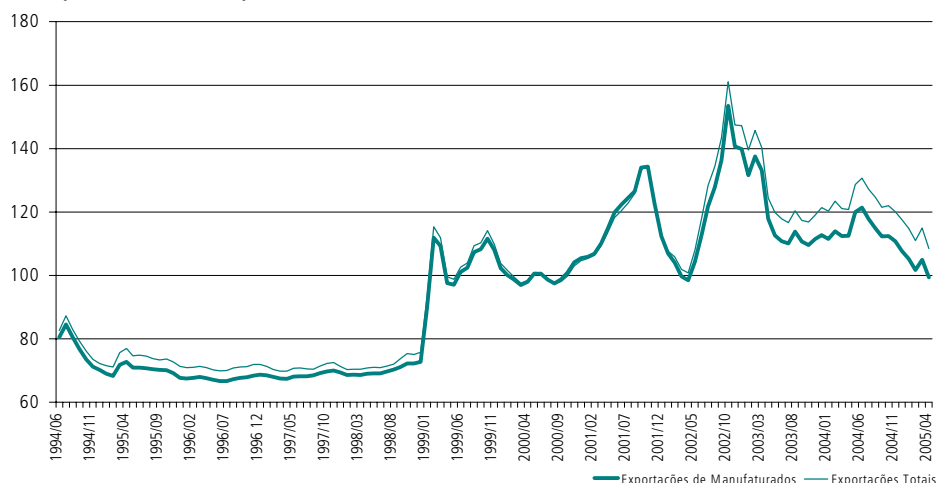
A manutenção das exportações em níveis elevados, ainda que tenham parado de crescer, vem intrigando a maioria dos analistas, dada a forte valorização real da taxa de câmbio (ver Gráfico 4.2). De fato, a taxa efetiva real, baseada no INPC (exportações totais) sofreu apreciação de 10,2% entre abril de 2004 e abril de 2005, o que deveria ter afetado negativamente o desempenho das vendas externas. Alguns fatores podem ser levantados para explicar esse aparente paradoxo. O primeiro, e mais óbvio, é a existência de grandes defasagens entre a variação do câmbio real e o comportamento das exportações, principalmente quando se leva em

TABELA 4.1  
**BALANÇA COMERCIAL BRASILEIRA — MAIO DE 2005**  
[em US\$ milhões]

Discriminação	Maio 2005	Jan.-Maio 2005	Maio 2004	Jan.-Maio 2004	Variação Percentual	
					Maio 05/ Maio 04	Jan.- Maio 05/ Jan.-Maio 04
Exportações	9.819	43.472	7.941	33.979	23,6	27,9
Básicos	3.006	11.747	2.576	10.283	16,7	14,2
Industrializados	6.625	30.893	5.254	23.166	26,1	33,4
Semimanufaturados	1.323	6.365	1.010	4.738	31,0	34,3
Manufaturados	5.302	24.528	4.244	18.428	24,9	33,1
Transações Especiais	188	832	111	530	69,4	57,0
Importações	6.367	27.826	4.829	22.774	31,8	22,2
Mat.-Primas e Prod. Intermed.	3.147	14.564	2.419	12.216	30,1	19,2
Combustíveis e Lubrificantes	1.269	4.479	874	3.448	45,2	29,9
Bens de Capital	1.300	5.706	977	4.524	33,1	26,1
Bens de Consumo	651	3.077	559	2.586	16,5	19,0
Não-Duráveis	351	1.694	299	1.376	17,4	23,1
Duráveis	300	1.383	260	1.210	15,4	14,3
Saldo Comercial	3.452	15.646	3.112	11.205	10,9	39,6
Memo:						
Exportações						
Argentina	890	3.686	616	2.625	44,5	40,4
China	406	2.034	550	2.117	-26,2	-3,9
Estados Unidos	1.894	8.992	1.653	6.980	14,6	28,8
Resto do Mundo	6.629	28.760	5.122	22.257	29,4	29,2

Fonte: Secex. Elaboração: IPEA/DIMAC.

GRÁFICO 4.2  
**TAXA EFETIVA REAL DE CÂMBIO — INPC**  
 [base: média de 2000 = 100]



Fonte: Ipeadata.

conta que a maior parte delas é realizada por meio de contratos de longo prazo e ocorrem, muitas vezes, entre empresas do mesmo grupo. Isso explicaria o fato de as exportações dessazonalizadas terem crescido até fevereiro, mas terem parado de crescer daí em diante. De toda forma, a taxa efetiva de câmbio continua bem acima do patamar observado entre 1994 e 1998.

Em segundo lugar, está o fato de as exportações permanecerem rentáveis para diversas empresas, ainda que a margem de lucro tenha caído. Assim, continua compensando manter os mercados conquistados, mesmo com queda da rentabilidade. Além disso, o fato de o câmbio ser flutuante não significa, necessariamente, que a taxa irá continuar a cair ou permanecer baixa por muito tempo, podendo, em algum momento, voltar a níveis que proporcionem maiores lucros.

Em terceiro lugar, as exportações significam mercados menos voláteis, em muitos casos, do que as vendas internas e apresentam um potencial de crescimento maior. Finalmente, estudos econométricos revelam que a elasticidade das exportações com relação ao crescimento do comércio mundial é bem superior ao da taxa de câmbio real e que, nos últimos anos, essa variável tem apresentado um bom desempenho.

Um fator importante a ser observado com relação às exportações brasileiras é a sua grande diversificação recente, que tem contribuído de forma significativa para seu crescimento. Para medir a diversificação, foi construído um índice de Herfindahl com todos os produtos a quatro dígitos da NCM. Quanto menor o índice, maior a diversificação. Como mostra o Gráfico 4.3, esse índice, ainda que mostre um comportamento bastante oscilante, vem caindo nitidamente desde meados do ano passado.

Por outro lado, um fato que afetará negativamente as exportações em 2005 é a queda dos preços de diversas *commodities* agrícolas, em especial a soja. Em 2004, considerando apenas os grãos, as exportações totais foram de US\$ 5,4 bilhões. Até maio de 2005 foram exportadas cerca de 9,3 milhões de toneladas, equivalentes a US\$ 2,1 bilhões. Se o preço permanecer constante e, de acordo com as estimativas, a safra for igual à do ano passado, restariam exportar US\$ 2,3 bilhões, totalizando US\$ 4,4 bilhões no ano, enquanto, em 2004, as exportações desse produto alcançaram US\$ 5,4 bilhões. Queda um pouco menor pode ser esperada nas exportações de farelo de soja.

GRÁFICO 4.3

## EXPORTAÇÕES: ÍNDICE DE HERFINDAHL — MÉDIA MÓVEL TRIMESTRAL



Fonte: Funcex. Elaboração: IPEA.

As importações, em maio, subiram para US\$ 6,4 bilhões, acumulando US\$ 27,8 bilhões nos primeiros cinco meses do ano, ou 22,2% acima do mesmo período do ano passado e, em 12 meses, US\$ 67,9 bilhões, 30,5% a mais do que no mesmo período anterior. Pelo critério das médias diárias dessazonalizadas, após quatro meses consecutivos de queda, as importações apresentaram um vigoroso aumento de 18,3% com relação ao mês anterior, reduzindo o superávit comercial dessazonalizado pela primeira vez desde outubro de 2004.

Combustíveis e lubrificantes tiveram um aumento de 45,2% com relação ao mesmo mês de 2004. Entretanto, dado o seu peso, o aumento de matérias-primas, de 30,4%, foi o principal responsável pelo aumento, enquanto bens de capital cresceram 33,1% e bens de consumo, 16,5%. Já na comparação com o mês anterior, pelo critério das médias diárias dessazonalizadas, verifica-se que o crescimento foi dado, quase que exclusivamente, pelos combustíveis e lubrificantes, com elevação de 74,7%, seguido pelos bens de capital, com 11%. No acumulado do ano, os maiores aumentos, entre os principais produtos, foram de cobre e suas obras (53,9%), veículos automotores e suas partes (44,9%) e borracha e suas obras (42,2%). Entre as quedas, chamam a atenção algodão (66,6%) e cereais (15,1%).

Com base nos dados até abril, o aumento das importações vem sendo provocado em proporções semelhantes pelos preços (10,8%) e pelas quantidades (7,7%). Contudo, por categorias de uso, as diferenças são significativas. Os combustíveis e lubrificantes tiveram aumento de 32,7% nos preços e queda de 10% nas quantidades, ao passo que o *quantum* de bens de capital cresceu 21,3% e os preços tiveram queda de 0,5%. Ao mesmo tempo, os bens de consumo duráveis e não-duráveis cresceram principalmente pela elevação das quantidades (25,5% e 15,1%, respectivamente), ao passo que os preços cresceram apenas cerca de 5%.

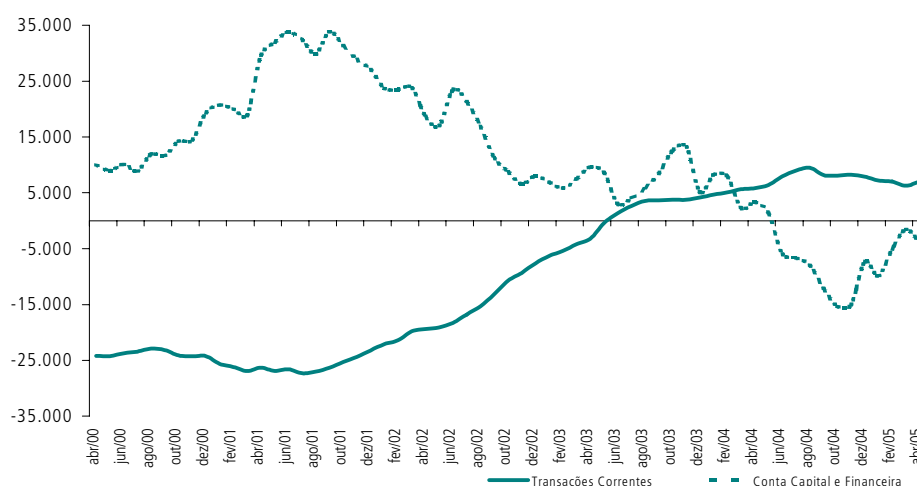
### BALANÇO DE PAGAMENTOS

O superávit em conta corrente, em abril, alcançou US\$ 0,8 bilhão, levando o acumulado em 12 meses para US\$ 14,2 bilhões. No acumulado do ano, o superávit foi de US\$ 3,5 bilhões, significativamente acima do mesmo resultado de 2004, de US\$ 0,9 bilhão. Se, por um lado, o superávit da balança comercial aumentou em US\$ 4,1 bilhões nesse período, o déficit de serviços e rendas elevou-se US\$ 1,6 bilhão (ver Gráfico 4.4 e Tabela 4.2).

GRÁFICO 4.4

**SALDO EM CONTA CAPITAL E FINANCEIRA — ACUMULADO EM 12 MESES**

[em US\$ milhões]



Fonte: Bacen.

TABELA 4.2

**BALANÇO DE PAGAMENTOS**

[em US\$ milhões]

Discriminação	2004		2005	
	Abr.	Jan./Abr.	Abr.	Jan./Abr.
Balança Comercial (FOB)	1.959	8.093	3.876	12.194
Exportações	6.589	26.038	9.202	33.653
Importações	4.630	17.945	5.326	21.459
Serviços e Rendas	-2.983	-8.241	-3.377	-854
Transferências Unilaterais Correntes (Líquido)	259	1.010	258	1.110
Transações Correntes	-764	861	757	3.450
Conta Capital e Financeira	988	2.313	-1.410	5.725
Conta Capital	77	265	39	204
Conta Financeira	910	2.048	-1.448	5.521
Investimento Direto (Líquido)	361	2.749	3.088	5.649
No Exterior	-19	-351	50	-878
No País	381	3.100	3.038	6.527
Investimentos em Carteira	-4.551	-2.166	-3.194	2.622
Derivativos	28	79	98	190
Outros Investimentos	5.071	1.386	-1.440	-2.941
Erros e Omissões	-391	-716	144	710
Resultado Global do Balanço	-167	2.459	-509	9.885
Memo:				
Transações Correntes/PIB (%)	-	0,45	-	1,49

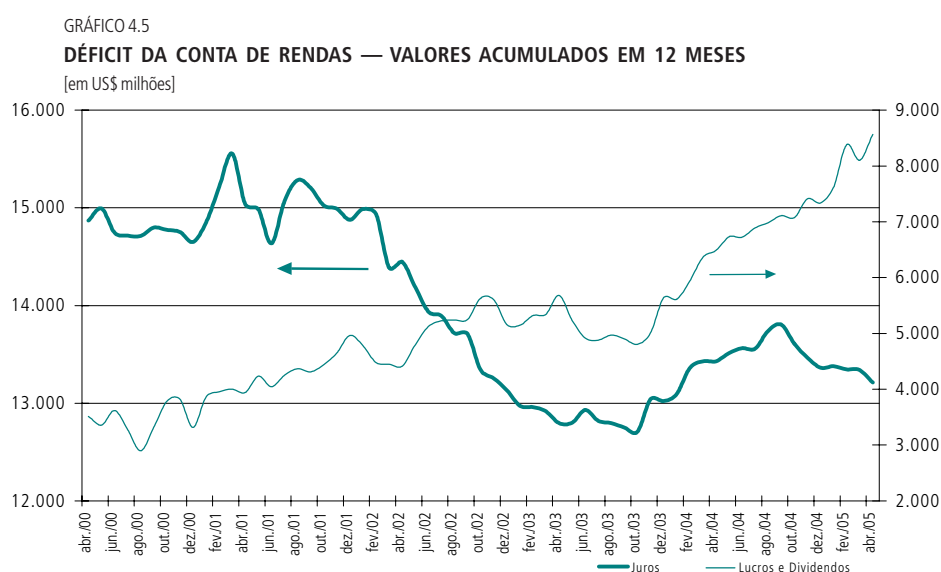
Fonte: Bacen.

A *conta de serviços* foi deficitária em US\$ 0,5 bilhão no mês, resultando em um saldo negativo de US\$ 1,7 bilhão nos quatro primeiros meses do ano, um pouco acima do déficit de US\$ 1,1 bilhão no mesmo período do ano passado. A conta de viagens continua positiva no acumulado do ano, totalizando US\$ 0,1 bilhão (ante US\$ 0,3 bilhão no mesmo período do ano passado), mas o resultado do mês voltou para território negativo, após cinco meses de resultados positivos, devido à valorização do real. Aluguel de equipamentos continua a ser a conta cujo déficit mais cresce e mais impacta a conta de serviços, com saldo negativo de US\$ 1,2 bilhão nos quatro primeiros meses do ano, comparado com um déficit de US\$ 0,6 bilhão no mesmo período do ano passado.

A *conta de rendas* teve um déficit de US\$ 2,8 bilhões em abril, elevando o déficit acumulado no ano para US\$ 8,2 bilhões, maior do que o observado no mesmo período de 2004, quando atingiu US\$ 7,1 bilhões. O aumento da remessa líquida de lucros e dividendos vem mais do que compensando a redução com o pagamento de juros, como se observa no Gráfico 4.5. No acumulado do ano, a despesa líquida com juros alcançou US\$ 4,6 bilhões, levemente inferior aos US\$ 4,7 bilhões observados no mesmo período de 2004. Entretanto, os gastos líquidos com lucros e dividendos pularam de US\$ 2,4 bilhões nos quatro primeiros meses de 2004 para US\$ 3,7 bilhões no mesmo período de 2005.

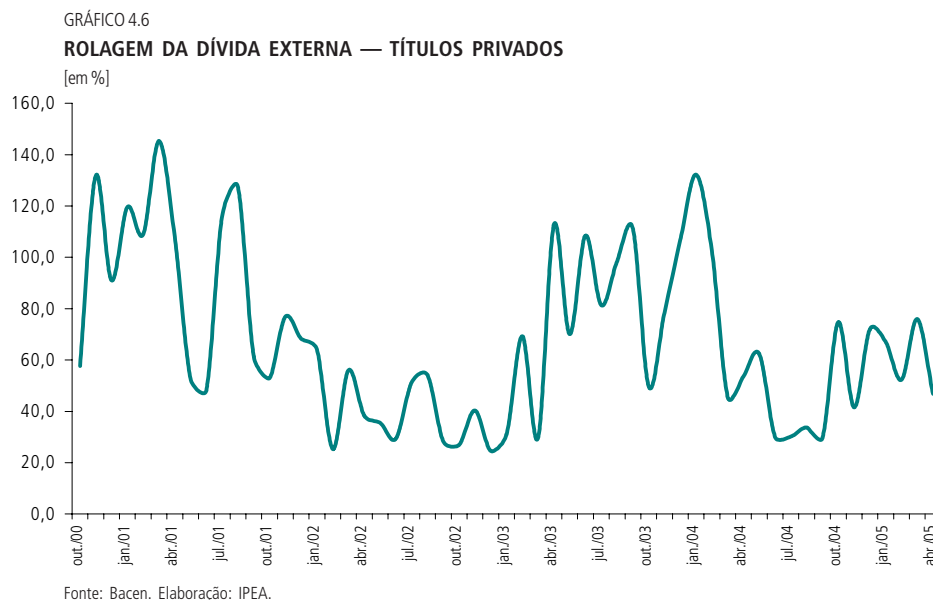
Os *investimentos diretos externos* alcançaram US\$ 3,1 bilhões, um dos mais altos dos últimos cinco anos, alcançando US\$ 5,6 bilhões no acumulado do ano, que se comparam com os US\$ 2,7 bilhões verificados no mesmo período do ano passado. Esse resultado decorre, basicamente, de uma grande elevação no ingresso de investimentos no país em abril relacionada, sobretudo, a operações nos setores de alimentos e bebidas e de telecomunicações.

Os *investimentos estrangeiros em carteira*, em abril, caíram para –US\$ 2,3 bilhões (que se comparam com uma média de US\$ 2,7 bilhões positivos entre fevereiro e março), mas ainda assim, no acumulado do ano, atingiram US\$ 3,6 bilhões, muito acima do resultado de igual período do ano passado, de –US\$ 2 bilhões. A redução em abril foi causada principalmente, pela não-captação de bônus, pela amortização sazonalmente elevada de bônus e pelo menor lançamento de ações de empresas brasileiras no exterior. Não obstante, em março a República emitiu US\$ 1 bilhão em bônus no exterior e, em maio, realizou nova emissão de US\$ 0,5 bilhão com vencimento em 2019.



Fonte: Bacen.

A *rolagem* de títulos privados permanece entre 40% e 75% nos últimos sete meses, bem abaixo da média obtida em 2003, como se nota no Gráfico 4.6. A taxa de rolagem só não está em níveis semelhantes aos de 2002, quando havia grande tensão no mercado cambial, porque, a despeito de o desembolso médio nos quatro primeiros meses de 2005 estar próximo ao verificado na média do segundo semestre de 2002, as amortizações estão bem mais baixas.



Desde outubro de 2004, o balanço de pagamentos não registra qualquer operação de captação de bônus privados no exterior. Entretanto, levantamentos feitos pela imprensa mostram, por exemplo, que, em março, a captação privada foi de US\$ 0,2 bilhão e, em abril, de US\$ 1,1 bilhão, a maior parte realizada por bancos brasileiros no exterior, sendo várias das emissões mais recentes denominadas em reais, o que demonstra confiança na moeda brasileira.

Essa redução do saldo das operações financeiras fez com que o resultado do balanço de pagamentos, que foi positivo ao longo do primeiro trimestre, acumulando US\$ 10,4 bilhões no período, passasse a um valor negativo de US\$ 0,5 bilhão em abril. Examinando por outro ângulo, o movimento de câmbio contratado, que foi positivo em US\$ 8,3 bilhões entre janeiro e março, caiu para apenas US\$ 0,5 bilhão em abril e foi nulo nos dez primeiros dias de maio. No primeiro trimestre, o Banco Central (Bacen) realizou intervenções totais no mercado cambial de US\$ 10,2 bilhões, mais do que absorvendo o movimento de câmbio do período. Contudo, a partir de meados de março, o Bacen parou de intervir.

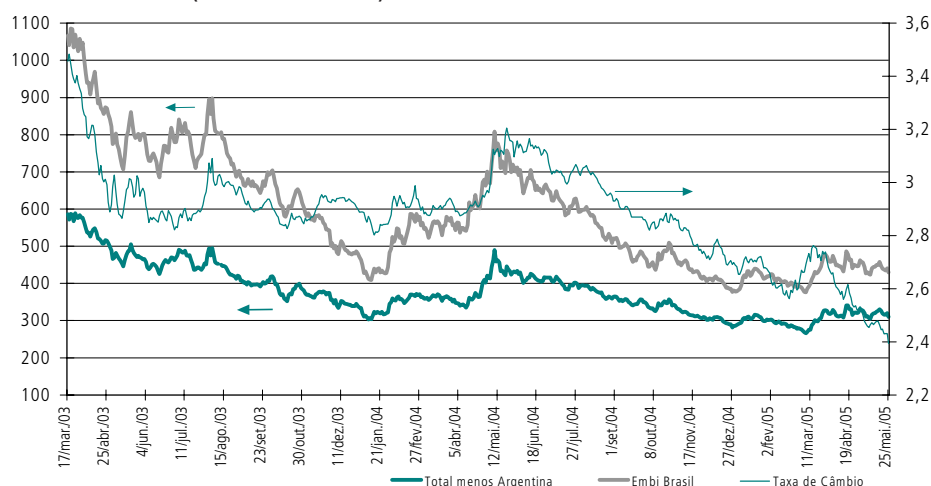
No entanto, as intervenções do Bacen ao longo do primeiro trimestre e a redução expressiva do movimento de câmbio contratado em abril e maio não impediram que a taxa de câmbio sofresse forte apreciação. Entre o final de março e o final de maio, a taxa passou de cerca de R\$ 2,7/US\$ para R\$ 2,4/US\$. Como se nota no Gráfico 4.7, pela primeira vez em anos, o movimento da taxa de câmbio deixou de acompanhar o do indicador de risco país. Como isso foi possível?

A explicação exige uma análise um pouco mais detalhada do funcionamento do mercado de câmbio.<sup>1</sup> O Bacen apresenta a movimentação do câmbio contratado que, dependendo

1. Agradeço os comentários de Darwin Dib.

GRÁFICO 4.7

## EMBI+ TOTAL (MENOS ARGENTINA) E BRASIL — SPREADS E TAXA DE CÂMBIO



Fontes: JP Morgan e Ipeadata.

do saldo das operações comerciais, das operações financeiras e das operações com instituições financeiras no exterior (“contas CC-5”), pode ser positivo ou negativo. Entretanto, esse ainda não é um retrato completo das transações cambiais que, por definição, devem ser zeradas. Assim, o saldo positivo (ou negativo) do movimento cambial, tal como apresentado pelo Bacen, necessariamente, deve ser compensado por um aumento (redução) líquido das posições compradas do Bacen (nesse caso equivalente a uma elevação das reservas internacionais) ou dos bancos comerciais. Se o Bacen decide não realizar intervenções, os bancos comerciais são obrigados a “fechar” as operações com seus clientes. Contudo, o preço (taxa de câmbio) que os bancos comerciais vão pagar pelas divisas vai depender das suas estratégias de posicionamento de câmbio (aumento ou redução das posições compradas ou vendidas) que, por sua vez, dependem das taxas de juros e das expectativas sobre a taxa de câmbio. Portanto, são esses agentes (e o Bacen) que, em última instância, determinam as taxas de câmbio no mercado à vista e, assim, não têm comportamento meramente passivo nesse mercado.

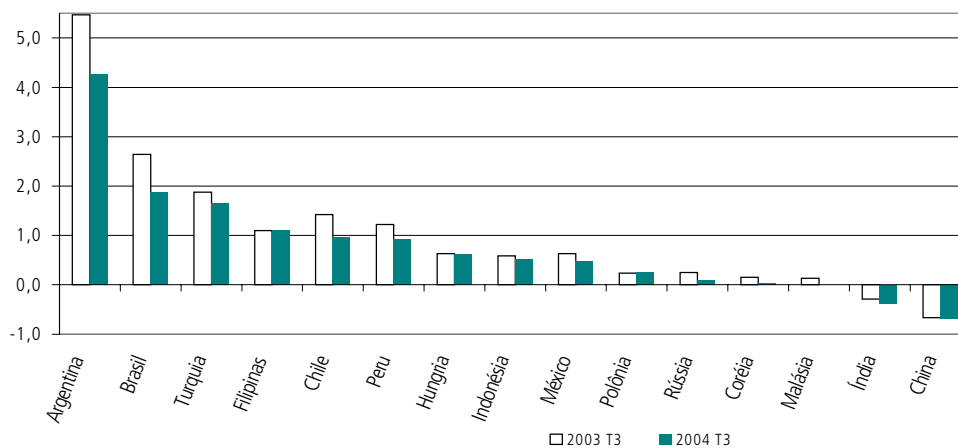
É por essa razão que, apesar da redução dos fluxos cambiais nos dois últimos meses, a taxa de câmbio continuou a se apreciar. A demanda por moeda estrangeira por parte dos bancos caiu, em função das expectativas sobre a taxa futura de câmbio. Se a taxa de câmbio à vista tivesse permanecido constante nos níveis de março, por exemplo, certamente aumentaria a disponibilidade de divisas que os bancos comerciais seriam obrigados a comprar — uma vez que o Bacen deixou clara sua posição de não realizar intervenções nesse período —, reduzindo ainda mais suas posições vendidas, ao contrário do que desejavam. Dessa forma, os bancos comerciais foram reduzindo o preço da moeda estrangeira (apreciando o câmbio), o que contribuiu para reduzir a quantidade ofertada das divisas.

As reservas internacionais continuam subindo, atingindo US\$ 61,6 bilhões no final de abril (e US\$ 61,2 bilhões no início de junho) e US\$ 39 bilhões excluindo-se os empréstimos com o FMI. De acordo com a previsão do Bacen, caso não fossem mais realizadas intervenções no mercado cambial, as reservas internacionais cairiam para US\$ 54,1 bilhões ao final do ano.

A elevação da dívida de curto prazo fez com que a dívida externa total aumentasse, ligeiramente, em fevereiro com relação a janeiro, mas sem sofrer grandes alterações desde julho de 2004. O aumento das exportações e das reservas internacionais, contudo, continuam

a reduzir a relação dívida líquida/exportações para 1,64 em fevereiro, quando, em janeiro de 2004, essa relação era de 2,47. Ainda assim, essa relação é bem mais alta do que a observada na maioria dos países emergentes, como se observa no Gráfico 4.8. Para que a relação do Brasil se aproxime dos países emergentes com risco substancialmente menor, é necessário ficar abaixo de 1, o que significa que ainda há um longo caminho a percorrer.

GRÁFICO 4.8  
**RELAÇÃO DÍVIDA LÍQUIDA/EXPORTAÇÕES**



Fontes: OCDE e Banco Mundial. Elaboração: IPEA.

