

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 432

**IMPACTO DOS FINANCIAMENTOS SOBRE O
CRESCIMENTO DAS IMPORTAÇÕES
BRASILEIRAS: 1992/95**

Marcelo Nonnenberg

Rio de Janeiro, agosto de 1996



O IPEA é uma fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento e Orçamento, cujas finalidades são: auxiliar o ministro na elaboração e no acompanhamento da política econômica e prover atividades de pesquisa econômica aplicada nas áreas fiscal, financeira, externa e de desenvolvimento setorial.

Presidente

Fernando Rezende

Diretoria

Claudio Monteiro Considera

Luís Fernando Tironi

Gustavo Maia Gomes

Mariano de Matos Macedo

Luiz Antonio de Souza Cordeiro

Murilo Lôbo

TEXTO PARA DISCUSSÃO tem o objetivo de divulgar resultados de estudos desenvolvidos direta ou indiretamente pelo IPEA, bem como trabalhos considerados de relevância para disseminação pelo Instituto, para informar profissionais especializados e colher sugestões.

ISSN 1415-4765

SERVIÇO EDITORIAL

Rio de Janeiro – RJ

Av. Presidente Antônio Carlos, 51 – 14º andar – CEP 20020-010

Telefax: (021) 220-5533

E-mail: editrj@ipea.gov.br

Brasília – DF

SBS Q. 1 Bl. J, Ed. BNDES – 10º andar – CEP 70076-900

Telefax: (061) 315-5314

E-mail: editbsb@ipea.gov.br

© IPEA, 1998

É permitida a reprodução deste texto, desde que obrigatoriamente citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são rigorosamente proibidas.

SUMÁRIO

1 - INTRODUÇÃO	1
2 - EVOLUÇÃO DAS IMPORTAÇÕES FINANCIADAS	4
3 - TAXA DE RENTABILIDADE DAS OPERAÇÕES DE ARBITRAGEM	14
4 - CONCLUSÃO	17
ANEXO.....	20
BIBLIOGRAFIA	26

1 - INTRODUÇÃO

O ano de 1992 marca um significativo aumento dos ingressos de capitais externos no Brasil. De fato, a conta de capitais passa de valores negativos nos anos anteriores para cerca de US\$ 5,3 bilhões em 1992 e mais de US\$ 9 bilhões nos dois anos seguintes. Esse fenômeno ocorre, mais ou menos simultaneamente, na maior parte dos países em desenvolvimento com renda **per capita** acima da média e decorre, de um lado, da regularização da situação dos passivos externos dessas economias e, de outro, do aumento da liquidez do sistema financeiro internacional em virtude das alterações no mercado financeiro das maiores economias industrializadas [ver, por exemplo, Landau e Ito (1995)].

O acréscimo desses fluxos deveu-se, em especial, aos investimentos externos em carteira, que passam de US\$ 0,8 bilhão em 1991 para US\$ 15,3 bilhões em 1993 e a colocação de **notes**, que partem de US\$ 0,4 bilhão em 1991 para atingir US\$ 6,9 bilhões em 1993. Ao mesmo tempo, os desembolsos de financiamentos diminuem até o final de 1994, quando voltam a aumentar.

Como é possível observar na Tabela 1, os ingressos de **suppliers** e **buyers** só voltam a crescer no último trimestre de 1994, quando atingem cerca de US\$ 500 milhões. Ocorre, nesse momento, uma conjugação de dois fatores: o aumento das importações, decorrente da elevação do consumo após o Plano Real, e um aumento do diferencial entre as taxas de juros externas e internas. É interessante observar que, em 1992, com um elevado diferencial de taxas, o volume das operações de **suppliers** e **buyers** era relativamente reduzido, o que sugere que a simples presença deste fenômeno não é suficiente para elevar os valores dessa modalidade de financiamento. Note-se que, nesse momento, as condições de acesso do Brasil ao mercado internacional de crédito já eram extremamente favoráveis, o que é atestado pelos montantes de crédito obtidos através de **bonds** e **notes**.

Tabela 1

Evolução dos Financiamentos à Importação

Itens	1992	1993	1994				1995		
			I TRI	II TRI	III TRI	IV TRI	I TRI	II TRI	III TRI
Suppliers e buyers	-1031	-1087	-548	-280	-275	203	-234	303	-104
ingresso	605	417	152	184	105	508	330	703	392
saídas	1636	1504	700	464	380	305	564	400	496
Financiamentos Totais	-3425	-2908	-724	-836	-695	348	-812	-412	-574

Fonte: Banco Central.

Esses montantes, entretanto, são extremamente mais reduzidos do que o valor das importações declaradas como tendo obtido financiamento. Para 1994, por exemplo, o total de ingresso na rubrica **suppliers** e **buyers** não atinge US\$ 1 bilhão, enquanto o valor das importações declaradas como sendo financiadas ultrapassa US\$ 20 bilhões. A razão para essa discrepância está no fato de o Banco Central registrar nesta rubrica apenas os financiamentos com prazos superiores a 360 dias, mesmo assim fazendo alguns ajustes nas informações produzidas pela Secretaria da Receita Federal. Todos os demais financiamentos são incluídos na conta de capitais de curto prazo, no balanço de pagamentos, onde se compensam com uma série de outras operações a débito e a crédito.

Para ficar claro que o crescimento dos financiamentos às importações a partir do final de 1993 não deveu-se exclusivamente ao crescimento das compras externas, convém observar no gráfico a seguir. Nele são comparados a evolução da participação das importações financiadas (com e sem petróleo) e o diferencial entre as taxas de juros externas e internas (taxas médias mensais do trimestre), calculado como a diferença entre a taxa de CDB ou a taxa das operações de capital de giro e uma **proxi** para a taxa de juros externa, conforme explicado com mais detalhes abaixo. Como é possível constatar, a participação das importações financiadas sobre o total eleva-se entre o quarto trimestre de 1993 e o segundo trimestre de 1994, com um comportamento consistente com a variação do diferencial das taxas de juros. Se forem retiradas as importações do capítulo 27 (basicamente petróleo), a participação das importações financiadas permanece no mesmo nível até o final do período considerado.¹ É também interessante observar que a correlação entre as duas variáveis é muito baixa quando se calcula o diferencial baseado na taxa de CDB (cerca de 4%), mas muito mais alta quando se utiliza a taxa de capital de giro (cerca de 87%).

¹A partir do final de 1994, a Petrobras altera a forma de pagamento das compras de petróleo bruto, passando a privilegiar as compras à vista, por motivos que ela mantém sob reserva.



A existência dessas operações significa, portanto, para o importador, a possibilidade de realizar ganhos financeiros com operações de arbitragem de taxas de juros. Ou seja, o fato de importar uma mercadoria lhe dá acesso a uma linha de financiamento — obtida por ele ou pelo vendedor do produto — que apresenta taxas de juros substancialmente mais baixas que as vigentes no mercado doméstico de crédito, dada a política monetária seguida no Brasil nos últimos anos. Esse ganho constitui, portanto, um estímulo adicional ao crescimento das importações, merecendo ser quantificado. Ademais, o simples fato de poder contar com financiamento com prazos substancialmente superiores aos prevalecentes no mercado interno fornece uma vantagem adicional ao produto importado. O objetivo dessa nota é examinar a evolução das operações de importação financiadas e calcular o ganho financeiro decorrente dessas operações, por capítulo da NBM.

2 - EVOLUÇÃO DAS IMPORTAÇÕES FINANCIADAS

A fonte dos dados de importação é a Secretaria da Receita Federal — Sistema Lince. Os dados foram levantados de acordo com a natureza do financiamento, por capítulo da NBM, em bases trimestrais. Os prazos de pagamento foram desagregados em: pagamentos antecipados, à vista, financiamentos até 180 dias, de 181 a 360 dias, mais de 360 dias e pagamentos sem cobertura cambial. As Tabelas 2, 3, 4 e 5 apresentam o valor das importações segundo essas modalidades de pagamento, para o total e para os 20 principais capítulos, responsáveis por cerca de 80% do total das importações em cada ano.

Note-se, em primeiro lugar, que o grande crescimento das importações financiadas ocorre a partir de 1994. De 1992 para 1993, a maior parte do acréscimo foi verificada nas compras pagas à vista, que se elevaram em 42,8%, contra um crescimento global de 22,9%. Mas, nos dois anos seguintes, o crescimento das importações financiadas, especialmente daquelas com prazos superiores a 180 dias, foi sempre bastante superior ao da parcela paga à vista. A participação das compras financiadas entre 180 e 360 dias, por exemplo, eleva-se de 14,1% do total em 1992 para 18,7% em 1995. Além disso, o número de produtos em que a proporção dos pagamentos à vista é menor do que a dos pagamentos financiados eleva-se consideravelmente em 1994.

O crescimento das operações financiadas fica bem mais nítido quando se retira o capítulo 27. Como pode ser visto na Tabela 6, a participação das importações financiadas, que oscilava ao redor de 60% no início de 1992, atinge cerca de 67% em 1995.

The table is located in the upper left quadrant of the page. It consists of approximately 10 columns and 10 rows. The text is extremely small and difficult to decipher, but it appears to be a data table with various numerical entries and possibly some headers. The table is oriented vertically on the page.

The image shows a small, rotated table with multiple columns and rows. The text is too small to read, but it appears to be a data table with several columns and rows of numerical or categorical data. The table is oriented vertically on the page.

The image shows a small, rotated table with multiple columns and rows. The text is too small to read, but it appears to be a data table with several columns and rows of numerical or categorical data. The table is oriented vertically on the page.

The image shows a small, rotated table with multiple columns and rows. The text is too small to read, but it appears to be a data table with several columns and rows of numerical or categorical data. The table is oriented vertically on the page.

Tabela 6
 Importações Financiadas por Trimestre —Participação do Financiamento
 (Em %)

	1992				1993				1994				1995			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
TOTAL	64,9	67,3	66,2	60,1	61,7	59,1	58,1	60,8	60,4	64,7	58,1	60,8	61,1	60,4	62,5	62,9
CAP. 27	88,0	86,8	74,6	71,1	70,7	58,3	45,2	53,2	53,5	49,2	10,9	20,0	19,4	18,8	26,6	25,6
TOT S/ 27	58,0	61,1	63,2	57,1	59,5	59,3	61,7	62,6	61,7	67,5	66,4	66,8	66,2	66,1	66,9	67,4

Fonte: Secretaria da Receita Federal.

Se, ao nível global, o financiamento das importações foi relevante, juntamente com a apreciação cambial e o aumento do nível da atividade, para diversos produtos essas operações constituíram-se no principal fator responsável pela variação das compras externas. As Tabelas 7, 8 e 9 apresentam as taxas de variação das importações separadas entre compras à vista e compras financiadas. O capítulo 85 (máquinas, aparelhos elétricos e equipamento de áudio e vídeo e suas partes), por exemplo, que foi o segundo mais importante no ano passado, apresentou elevação de 67% da parcela financiada, entre 1994 e 1995, enquanto o total do capítulo experimentou variação positiva de 53% no mesmo período. Praticamente todo o crescimento do capítulo 29 (produtos químicos orgânicos) em 1995 deveu-se à parcela financiada (+45,1%). Observa-se igualmente crescimento da parcela financiada acima da média global e acima da parcela paga à vista, no ano de 1995, para os capítulos 90 (instrumentos e aparelhos de ótica, fotografia, de precisão e médico-cirúrgicos), 11 (trigo), 39 (plásticos), 48 (papel e celulose), 22 (bebidas e álcool), 30 (produtos farmacêuticos), 74 (cobre) e 32 (tintas e corantes). Para o ano de 1994, observa-se comportamento idêntico para os capítulos 84 (reatores nucleares e máquinas e aparelhos mecânicos), 85, 87 (veículos rodoviários), 40 (borracha), 10 (cereais), 38 (químicos diversos) e 74. Em 1993, chama a atenção o fortíssimo crescimento das importações financiadas de algodão (cap.52), da ordem de 435%. Igualmente as importações financiadas de álcool e bebidas (cap.22) elevam-se em 129%, enquanto a parcela paga à vista sofre redução de 41%, em 1993.

Uma outra forma de se olhar para esses dados é reagrupando as informações básicas por categoria de uso do produto, conforme a Tabela 10. Em 1993, o crescimento das importações financiadas foi de apenas 14,1% contra um crescimento global de 22,9%. Já em 1994, essas variáveis experimentaram elevação semelhante: 33 e 31%, respectivamente. No entanto, para todas as

TABELA 7
VARIAÇÃO DAS IMPORTAÇÕES
POR MODALIDADE DE PAGAMENTO
1993

CAPÍTULOS	(EM %)			TOTAL
	À VISTA	FINANCIADO	OUTROS	
84	20,7	10,9	37,2	16,3
27	127,0	-27,2	267,4	4,4
85	50,2	36,0	9,3	37,7
87	101,0	110,4	-2,2	103,2
29	41,0	22,2	-46,5	24,8
90	-2,5	5,5	9,0	1,9
11	18,7	31,3	801,9	25,7
39	18,2	51,9	18,0	41,9
52	56,7	435,3	-89,4	208,8
31	-27,4	18,3	449,0	15,8
40	18,3	34,9	27,1	29,5
28	-18,8	8,0	8,7	4,2
48	-1,2	33,7	98,1	24,3
10	61,2	51,7	-54,3	55,9
22	-40,7	129,1	2459,0	90,4
30	42,2	15,8	-41,6	26,1
38	22,0	6,1	314,4	11,3
26	-55,5	-10,6	-99,9	-15,4
74	-38,0	4,3	342,1	-7,3
32	14,1	45,4	125,9	37,4
TOTAL	42,8	14,1	2,2	22,9

Fonte: Secretaria da Receita Federal.

TABELA 8
VARIACÃO DAS IMPORTAÇÕES
POR MODALIDADE DE PAGAMENTO
1994

CAPÍTULOS	(EM %)			
	À VISTA	FINANCIADO	OUTROS	TOTAL
84	15,9	72,9	91,0	48,4
27	44,7	-46,9	6920,8	-6,0
85	39,1	60,8	8,6	48,5
87	14,3	129,1	61,7	75,0
29	35,1	26,8	128,7	29,0
90	19,7	20,3	40,6	20,7
11	-14,5	19,3	2542,6	5,7
39	9,5	27,1	42,0	23,1
52	-6,8	-9,5	126,1	-8,4
31	-17,0	26,1	45,9	24,6
40	10,2	63,4	62,1	47,9
28	25,6	19,2	-14,6	19,8
48	57,9	32,6	53,5	38,3
10	-0,3	66,7	466,9	33,7
22	608,7	131,9	228,2	166,1
30	74,9	52,5	3440,7	77,6
38	18,6	40,7	18,9	34,1
26	46,3	19,2	3089,4	19,7
74	-7,2	33,0	-84,5	22,3
32	-6,5	17,9	2,8	12,4
TOTAL	28,0	33,0	27,5	31,0

Fonte: Secretaria da Receita Federal.

TABELA 9
VARIAÇÃO DAS IMPORTAÇÕES
POR MODALIDADE DE PAGAMENTO
1995

CAPÍTULOS	(EM %)			
	À VISTA	FINANCIADO	OUTROS	TOTAL
84	57,1	34,5	58,7	44,0
27	31,7	-16,7	-97,7	16,5
85	36,3	67,0	14,1	53,4
87	105,3	41,6	1376,9	76,0
29	4,2	45,1	-9,1	35,7
90	49,3	68,6	72,0	60,2
11	-57,7	77,8	-97,4	31,2
39	57,5	109,7	118,1	99,0
52	-29,5	28,8	82,1	16,6
31	44,6	2,7	1400,8	3,7
40	95,5	39,6	201,3	53,2
28	19,6	29,9	122,2	28,9
48	92,1	158,4	131,3	141,5
10	19,2	-17,8	-51,2	-4,2
22	21,5	61,7	88,2	54,1
30	-4,6	78,2	-75,1	27,2
38	14,1	28,4	23,6	24,7
26	179,6	36,1	797,0	39,5
74	33,5	98,3	200,1	88,5
32	32,6	59,7	16,3	54,5
TOTAL	43,0	52,6	88,3	50,1

Fonte: Secretaria da Receita Federal.

ANEXO I

IMPACTO DOS FINANCIAMENTOS SOBRE O CRESCIMENTO DAS IMPORTAÇÕES BRASILEIRAS: 1992/95

ANO	FINANCIAMENTO	IMPACTO
1992	100	100
1993	105	105
1994	110	110
1995	115	115

I 100 105 110 115

categorias, à exceção de combustíveis e lubrificantes, o crescimento da parcela financiada superou, quase sempre por larga margem, a variação da parcela à vista, que em dois casos foi negativa. Apesar de muito elevados, os números da coluna Outros (pagamentos antecipados e pagamentos sem cobertura cambial) referem-se a valores bastante inferiores aos demais. Esse comportamento altera-se ligeiramente em 1995. Mas, ainda assim, a parcela financiada representa a maior parte da variação das importações de bens de consumo não-duráveis, bens de consumo duráveis, matérias-primas para a indústria e materiais de construção.

De fato, se for retirado do total o item combustíveis e lubrificantes, a situação é substancialmente alterada, especialmente em 1994. Para esse ano, o crescimento das importações financiadas teria sido de 50,4% contra 14,6% da parcela à vista. Visto de outra forma, cerca de 80% do crescimento total das importações sem combustíveis e lubrificantes foram proporcionados pelo financiamento. Em 1995, sempre descontado esse item, as importações financiadas elevaram-se em 58,3% contra 44,6% da parcela à vista, representando quase 70% da variação total. Dessa forma, é inegável a contribuição do financiamento das importações para a elevação dessa variável, especialmente nos dois últimos anos.

3 - TAXA DE RENTABILIDADE DAS OPERAÇÕES DE ARBITRAGEM

Inicialmente, cabem algumas explicações adicionais sobre os dados de financiamentos às importações. As únicas informações disponíveis são as produzidas pela Secretaria da Receita Federal, a partir da Declaração de Importação, onde consta a modalidade de pagamento. Para as operações com prazo até 360 dias (excluindo-se os pagamentos antecipados e à vista), os dados são divididos em **suppliers credits** (financiamentos obtidos pelo vendedor), **buyers credits** (financiamentos obtidos pelo comprador) e linhas de crédito obtidas por bancos brasileiros junto a bancos estrangeiros. Já as operações com prazo superior a 360 dias são detalhadas por financiador, quase sempre organismos governamentais e agências multilaterais de crédito. Contudo, apenas as operações classificadas como **suppliers** e **buyers** correspondem a mais de 90% do total dos financiamentos, para todos os anos examinados.

Para o cálculo das operações de arbitragem buscou-se, primeiro, calcular a diferença entre a taxa paga nas operações de financiamento externo e as alternativas domésticas de aplicação dos recursos. Como o Banco Central não possui levantamento das taxas pagas nas operações de financiamento, optou-se pela taxa paga nas operações de captação via emissão de **bonds** e **notes**. Para a aplicação dos recursos, adotaram-se duas hipóteses: ou o importador vende a mercadoria à vista e aplica os recursos em CDB pelo período do financiamento obtido no exterior ou vende o produto importado a prazo, financiando essa operação pela taxa vigente para operações de capital de giro. No caso do importador ser um industrial e o produto importado constituir um insumo, pode-se imaginar situações semelhantes.

Na verdade, é quase impossível determinar-se qual das situações é a mais representativa, exceto para alguns produtos específicos, como, por exemplo, petróleo. O que se deseja aqui é, simplesmente, estabelecer limites para o retorno financeiro decorrente das operações de financiamento às importações, por capítulo.

Inicialmente, as taxas de juros domésticas foram deflacionadas pela variação cambial do período. Em seguida, as taxas foram aplicadas sobre cada uma das modalidades de financiamento, por capítulo, observados os seguintes prazos médios: para as operações até 180 dias, um prazo de 90 dias; para as operações de 180 a 360 dias, prazo de 270 dias; e para as operações acima de 360 dias, um prazo idêntico. As taxas de rentabilidade foram calculadas sobre o total das importações de cada capítulo. Dessa forma, a taxa de rentabilidade depende do diferencial de taxas de juros (que é sempre o mesmo a cada trimestre) e da participação de cada uma das modalidades de financiamento por capítulo.

Pode-se observar esse ganho como a capacidade que cada setor tem para suportar alterações na política cambial, na política tarifária ou mesmo reagir a alterações de preços externos dos produtos. Evidentemente que, para isso, seria necessário também conhecer os setores responsáveis pela importação de cada produto. Essa informação é disponível no sistema Lince mas, dada a quantidade de dados resultante desse trabalho, somente seria possível realizar essa análise para um número bem mais reduzido de produtos, o que deverá ser feito em outra etapa desse projeto de pesquisa.

No entanto, essa taxa não pode ser compreendida como a rentabilidade média obtida pelos importadores de cada produto, mas sim como um indicador do estímulo à importação de cada um dos produtos, dada a participação das importações financiadas sobre o total das importações.

A Tabela 11 apresenta a evolução das taxas de rentabilidade, calculadas com base nas taxas de CDB para as aplicações dos recursos, para os 20 capítulos mais importantes, ordenadas pelo valor médio do período 1992/95. Esses capítulos representam pouco mais de 80% do total das compras externas. Como as importações de petróleo — que constituem a maior parte do capítulo 27 — sofreram uma alteração drástica nos dois últimos anos, conforme já explicado, são apresentados dois totais (que englobam os 99 capítulos), com e sem esse capítulo.

Observa-se, em primeiro lugar, uma sensível queda das taxas em 1995, quando comparadas com 1994, em razão do forte declínio dos diferenciais de taxas verificado no ano passado. A maior queda do diferencial no primeiro trimestre de 1995 decorre da forte desvalorização cambial verificada em março daquele ano. Tomando-se por base a média do período, nota-se que os capítulos com maior rentabilidade foram os seguintes: 26 (minérios), 31(adubos), 22 (bebidas e álcool), 85 (máquinas, aparelhos elétricos e equipamento de áudio e vídeo e suas partes), 87 (veículos rodoviários) e 90 (instrumentos e aparelhos de ótica, fotografia, de

The image shows a small, rotated table with multiple columns and rows. The text is too small to read, but it appears to be a data table with several columns and approximately 10-15 rows. The table is oriented vertically on the page.

precisão e médico-cirúrgicos). Contudo, examinando-se o último trimestre de 1995, a lista sofre uma alteração drástica, com a saída dos três últimos e a entrada de 11 (trigo), 52 (algodão) e 74 (cobre). É curioso notar que saem bens de consumo duráveis e bens de capital para entrarem bens intermediários.

A Tabela 12 apresenta os mesmos dados, agora calculados tomando em conta a taxa de capital de giro. Agora, a queda entre 1994 e 1995 é muito menor, acompanhando a menor redução das taxas de juros ativas na economia nacional. A lista dos produtos com maiores taxas de rentabilidade é praticamente a mesma da Tabela 11. Chama a atenção, de toda forma, o fato de as taxas médias em 1994/95 serem muito mais elevadas que nos dois primeiros anos da série. A rentabilidade do trigo (capítulo 11), por exemplo, eleva-se de 6,4% no primeiro trimestre de 1992 para 35% no quarto trimestre de 1995, tendo atingido 42,5% no segundo trimestre desse ano. Adubos (capítulo 31), por sua vez, sai de 6,9% no primeiro trimestre de 1992 para atingir 59,4% no segundo trimestre de 1995.

É interessante observar que, mesmo quando o diferencial de juros cai, como em 1995, a participação financiada continua elevada. Isso sugere que, para diversos produtos, o simples fato de ser possível obter financiamento a prazos substancialmente superiores aos existentes no mercado doméstico significou uma vantagem adicional para o produto importado.

Em segundo lugar, deve-se notar a grande variabilidade das taxas de rentabilidade ao longo do tempo, a par da grande dispersão entre os diversos capítulos. Em conseqüência, torna-se pouco produtivo calcular qual seria a taxa de câmbio efetiva para o importador ao incorporar-se o rendimento financeiro decorrente da operação de arbitragem, uma vez que esse valor seria extremamente flutuante.

4 - CONCLUSÃO

O presente trabalho procurou, em primeiro lugar, analisar o impacto do financiamento sobre o comportamento das importações nos últimos quatro anos, destacando os produtos em que esse fator foi mais relevante. Observou-se que o crescimento das importações, especialmente em 1994, foi fortemente influenciado pelo aumento da parcela financiada. Para alguns produtos, em especial bens de consumo e matérias-primas para a indústria, esse fator teve especial relevância em 1994 e 1995. Tal resultado é ainda mais nítido quando se retira o capítulo 27 (petróleo), que passou a ser comprado à vista nos últimos anos, por decisão da Petrobras.



Em segundo lugar, construíram-se dois indicadores da rentabilidade obtida pelos importadores com a operação de arbitragem de taxas de juros devidas ao diferencial entre as taxas de juros externas — pagas pelo financiamento obtido — e as taxas de juros internas — resultantes das aplicações alternativas no mercado doméstico. Utilizando-se a taxa de CDB como indicador da rentabilidade doméstica, verifica-se que, sem o capítulo 27, a rentabilidade global eleva-se de cerca de 4% em 1993 para aproximadamente 9% em 1994, para cair para menos de 4% no segundo semestre de 1995. Já quando se utiliza a taxa de capital de giro, a rentabilidade sai de cerca de 10% em 1993 para atingir mais de 36% em 1994, descendo até aproximadamente 25% em 1995.

Essa grande variação da taxa indica não ser possível obter uma relação mais ou menos fixa entre a taxa de câmbio de mercado e a taxa de câmbio "verdadeira" para o setor importador, mas, sim, a cada período realizar esse cálculo.

Uma outra conclusão é que a proibição de se obter financiamentos externos pode ser um instrumento bastante eficaz de controle das importações globais ou de produtos específicos, especialmente em períodos de forte diferencial entre taxas de juros externas e internas.

ANEXO

CAPÍTULOS DA NBM

- 1 Animais vivos.
- 2 Carnes e miudezas, comestíveis.
- 3 Peixes e crustáceos, moluscos e os outros invertebrados aquáticos.
- 4 Leite e laticínios; ovos de aves; mel natural; produtos comestíveis de origem animal, não especificados nem compreendidos em outros capítulos.
- 5 Outros produtos de origem animal, não especificados nem compreendidos em outros capítulos.
- 6 Plantas vivas e produtos de floricultura.
- 7 Produtos hortícolas, plantas, raízes e tubérculos, comestíveis.
- 8 Frutas; cascas de cítricos e de melões.
- 9 Café, chá, mate e especiarias.
- 10 Cereais.
- 11 Produtos da indústria de moagem; malte; amidos e féculas; inulina; glúten de trigo.
- 12 Sementes e frutos oleaginosos; grãos, sementes e frutos diversos; plantas industriais ou medicinais; palhas e forragens.
- 13 Gomas, resinas e outros sucos e extratos vegetais.
- 14 Matérias para trançaria (entrançamento *) e outros produtos de origem vegetal, não especificados nem compreendidos em outros capítulos.
- 15 Gorduras e óleos animais ou vegetais; produtos da sua dissociação; gorduras alimentares elaboradas; ceras de origem animal ou vegetal.
- 16 Preparações de carnes, de peixes ou de crustáceos, de moluscos ou de outros invertebrados aquáticos.
- 17 Açúcares e produtos de confeitaria.

- 18 Cacau e suas preparações.
- 19 Preparações à base de cereais, farinhas, amidos, féculas ou de leite; produtos de pastelaria.
- 20 Preparações de produtos hortícolas, de frutas ou de outras partes de plantas.
- 21 Preparações alimentícias diversas.
- 22 Bebidas, líquidos alcoólicos e vinagres.
- 23 Resíduos e desperdícios das indústrias alimentares; alimentos preparados para animais.
- 24 Fumo (tabaco) e seus sucedâneos manufaturados.
- 25 Sal; enxofre; terras e pedras; gesso, cal e cimento.
- 26 Minérios, escórias e cinzas.
- 27 Combustíveis minerais, óleos minerais e produtos da sua destilação; matérias betuminosas; ceras minerais.
- 28 Produtos químicos inorgânicos; compostos inorgânicos ou orgânicos de metais preciosos, de elementos radioativos, de metais das terras raras ou de isótopos.
- 29 Produtos químicos orgânicos.
- 30 Produtos farmacêuticos.
- 31 Adubos ou fertilizantes.
- 32 Extratos tanantes e tintoriais; taninos e seus derivados; pigmentos e outras matérias corantes; tintas e vernizes; tintas de escrever.
- 33 Óleos essenciais e resinóides; produtos de perfumaria ou de toucador preparados e preparações cosméticas.
- 34 Sabões, agentes orgânicos de superfície, preparações para lavagem, preparações lubrificantes, ceras artificiais, ceras preparadas, produtos de conservação e limpeza, velas e artigos semelhantes, massas ou pastas para modelar, "ceras" para odontologia (arte dentária) e composições para odontologia (arte dentária) à base de gesso.
- 35 Matérias albuminóides; produtos à base de amidos ou de féculas modificados; colas; enzimas.

- 36 Pólvoras e explosivos; artigos de pirotecnia; fósforos; ligas pirofóricas; matérias inflamáveis.
- 37 Produtos para fotografia e cinematografia.
- 38 Produtos diversos das indústrias químicas.
- 39 Plásticos e suas obras.
- 40 Borracha e suas obras.
- 41 Peles, exceto a peleteria (peles com pêlo), e couros.
- 42 Obras de couro; artigos de correeiro ou de seleiro; artigos de viagem, bolsas e artefatos semelhantes; obras de tripa.
- 43 Peleteria (peles com pêlo) e suas obras; peleteria (peles com pêlo) artificial.
- 44 Madeira, carvão vegetal e obras de madeira.
- 45 Cortiça e suas obras.
- 46 Obras de espartaria ou de cestaria.
- 47 Pastas de madeira ou de outras matérias fibrosas celulósicas; desperdícios e aparas de papel ou de cartão.
- 48 Papel e cartão; obras de pasta de celulose, de papel ou de cartão.
- 49 Livros, jornais, gravuras e outros produtos das indústrias gráficas; textos manuscritos ou datilografados, planos e plantas.
- 50 Seda.
- 51 Lã, pêlos finos ou grosseiros; fios e tecidos de crina.
- 52 Algodão.
- 53 Outras fibras têxteis vegetais; fios de papel e tecidos de fios de papel.
- 54 Filamentos sintéticos ou artificiais.
- 55 Fibras sintéticas ou artificiais, descontínuas.
- 56 Pastas (**ouates**), feltros e falsos tecidos; fios especiais; cordéis, cordas e cabos ; artigos de cordoaria.

- 57 Tapetes e outros revestimentos para pavimentos, de matérias têxteis.
- 58 Tecidos especiais; tecidos tufados; rendas; tapeçarias; passamanarias; bordados.
- 59 Tecidos impregnados, revestidos, recobertos ou estratificados; artigos para usos técnicos de matérias têxteis.
- 60 Tecidos de malha.
- 61 Vestuário e seus acessórios, de malha.
- 62 Vestuário e seus acessórios, exceto de malha.
- 63 Outros artefatos têxteis confeccionados; sortidos; artefatos de matérias têxteis, calçados, chapéus e artefatos de uso semelhante, usados; trapos.
- 64 Calçados, polainas e artefatos semelhantes, e suas partes.
- 65 Chapéus e artefatos de uso semelhante, e suas partes.
- 66 Guarda-chuvas, sombrinhas, guarda-sóis, bengalas, bengalas-assentos, chicotes, rebenques (pingalins), e suas partes.
- 67 Penas e penugem preparadas, e suas obras; flores artificiais; obras de cabelo.
- 68 Obras de pedra, gesso, cimento, amianto, mica ou de matérias semelhantes.
- 69 Produtos cerâmicos.
- 70 Vidro e suas obras.
- 71 Pérolas naturais ou cultivadas, pedras preciosas ou semipreciosas e semelhantes, metais preciosos, metais folheados ou chapeados de metais preciosos, e suas obras; bijuterias; moedas.
- 72 Ferro fundido, ferro e aço.
- 73 Obras de ferro fundido, ferro ou aço.
- 74 Cobre e suas obras.
- 75 Níquel e suas obras.
- 76 Alumínio e suas obras.
- 77 (Reservado para uma eventual utilização futura no Sistema Harmonizado).

- 78 Chumbo e suas obras.
- 79 Zinco e suas obras.
- 80 Estanho e suas obras.
- 81 Outros metais comuns; ceramais (**cermets**); obras dessas matérias.
- 82 Ferramentas, artefatos de cutelaria e talheres, e suas partes, de metais comuns.
- 83 Obras diversas de metais comuns.
- 84 Reatores nucleares, caldeiras, máquinas, aparelhos e instrumentos mecânicos, e suas partes.
- 85 Máquinas, aparelhos e material elétricos, e suas partes; aparelhos de gravação ou de reprodução de som, aparelhos de gravação ou de reprodução de imagens e de som em televisão, e suas partes e acessórios.
- 86 Veículos e material para vias férreas ou semelhantes, e suas partes; aparelhos mecânicos (incluídos os eletromecânicos) de sinalização para vias de comunicação.
- 87 Veículos automóveis, tratores, ciclos e outros veículos terrestres, suas partes e acessórios.
- 88 Aeronaves e outros aparelhos aéreos ou espaciais, e suas partes.
- 89 Embarcações e estruturas flutuantes.
- 90 Instrumentos e aparelhos de óptica, fotografia ou cinematografia, medida, controle ou de precisão; instrumentos e aparelhos médico-cirúrgicos; suas partes e acessórios.
- 91 Relógios e aparelhos semelhantes, e suas partes.
- 92 Instrumentos musicais, suas partes e acessórios.
- 93 Armas e munições; suas partes e acessórios.
- 94 Móveis; mobiliário médico-cirúrgico; colchões, almofadas e semelhantes; aparelhos de iluminação não especificados nem compreendidos em outros capítulos; anúncios, cartazes ou tabuletas e placas indicadoras luminosas, e artigos semelhantes; construções pré-fabricadas.
- 95 Brinquedos, jogos, artigos para divertimento ou para esporte; suas partes e acessórios.

96 Obras diversas.

97 Objetos de arte, de coleção e antiguidades.

98 (Reservado para usos especiais pelas Partes Contratantes).

99 (Reservado para usos especiais pelas Partes Contratantes).

BIBLIOGRAFIA

LANDAU, D., ITO, T. **International capital markets; developments, prospects and policy issues**. Washington: IMF, 1995.