

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 722

Impactos dos Mecanismos de Financiamento (ACC e ACE) sobre a Rentabilidade das Exportações Brasileiras

Thiago Rabelo Pereira
Aguinaldo Nogueira Maciente

Brasília, abril de 2000

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 722

Impactos dos Mecanismos de Financiamento (ACC e ACE) sobre a Rentabilidade das Exportações Brasileiras

Thiago Rabelo Pereira^{*}
Aguinaldo Nogueira Maciente^{*}

Brasília, abril de 2000

^{*} *Da Diretoria de Estudos e Políticas Setoriais do IPEA.*

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO
Martus Tavares Ministro
Guilherme Dias Secretário Executivo



Presidente
Roberto Borges Martins

DIRETORIA

Eustáquio J. Reis
Gustavo Maia Gomes
Hubimaier Cantuária Santiago
Luís Fernando Tironi
Murilo Lôbo
Ricardo Paes de Barros

Função pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, o IPEA oferece suporte técnico e institucional às ações governamentais e torna disponíveis, para a sociedade, os estudos necessários ao conhecimento e solução dos problemas econômicos e sociais. As linhas de trabalho são definidas e desenvolvidas em áreas estratégicas e priorizadas de acordo com as necessidades da sociedade brasileira e as demandas específicas do IPEA.

Todo o conteúdo produzido pelo IPEA é de livre acesso e os resultados dos estudos desenvolvidos direta ou indiretamente pelo IPEA, e cópias dos conteúdos são disponibilizadas para disseminação e o Instituto, para informar aos profissionais especializados e cooperar com os estudos.

Tiragem: 100 mil exemplares

COORDENAÇÃO EDITORIAL

Coordenadora: D
S S, J, E NDES, 2008
CEP
Fone: (21) 250-2100
E-mail: editoria@ipea.gov.br

SERVIÇO EDITORIAL

Rio de Janeiro - RJ
Av. Presidente Antonio Carlos, 150, 20090-000
CEP
Fone: (21) 250-2100
E-mail: editoria@ipea.gov.br

SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

1	INTRODUÇÃO	5
2	OS CANAIS DE FINANCIAMENTO ÀS EXPORTAÇÕES	7
3	O IMPACTO DO FINANCIAMENTO ÀS EXPORTAÇÕES	10
4	CONCLUSÃO	20
5	ANEXO METODOLÓGICO	21
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	24



A produção editorial deste volume contou com o apoio financeiro do Banco Interamericano de Desenvolvimento, BID, por intermédio do Programa Rede de Pesquisa e Desenvolvimento de Políticas Públicas, Rede-IPEA, operacionalizado pelo Projeto BRA/97/013 de Cooperação Técnica com o PNUD.

SINOPSE

Este trabalho procura estimar os impactos dos Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC) e Adiantamentos de Contratos de Exportação (ACE) – mecanismos privados amplamente utilizados para o financiamento das exportações – sobre a rentabilidade da atividade exportadora das empresas brasileiras. Por meio da identificação dos prazos desses contratos de financiamento e da comparação entre as taxas de juros internacionais e internas, verificou-se a relevância dos ganhos de arbitragem possibilitados pelos ACC e ACE para a ampliação da rentabilidade das exportações, ao longo do período 1993/1998. A partir dessa constatação, foi construída uma série de rentabilidade das exportações que incorpora o efeito financeiro estimado.

ABSTRAT

This paper aims to estimate the impact of the ACC-ACE contracts which consist of private financing mechanisms extensively used by the larger Brazilian exporters over the profitability of the exporting activity of the firms. The time-span of these contracts, their share on the total exports and the interest arbitrage they allow to is identified. The analysis concludes that the financial gains provided by the ACC-ACE contracts have been important over the 1993-1998 period and permits us to recalculate a series for the profitability of the exporting activity covered by these export-financing contracts.

1 INTRODUÇÃO

Ao longo da década de 90, a economia brasileira atravessou grandes mudanças nos contextos macroeconômico e institucional, cujos componentes principais foram a abertura comercial e financeira e a estabilização de preços. Esses processos alteraram profundamente o ambiente de atuação das firmas nacionais e redefiniram sua posição competitiva nos mercados interno e externo.

A nova realidade tem colocado a preocupação com o desempenho exportador brasileiro no centro das políticas públicas. Isso se justifica pela importância do desempenho comercial para a retomada do crescimento econômico com equilíbrio externo intertemporal.

Vários são os fatores que influenciam o ritmo de expansão das exportações de um país. Um dos principais, certamente, é o crescimento econômico mundial, que estimula, por sua vez, o crescimento do comércio internacional. Diversos trabalhos empíricos mostram que a elasticidade das exportações brasileiras à renda mundial é elevada, o que torna a existência de políticas domésticas de estímulo ao exportador uma condição insuficiente, por si só, para um bom desempenho comercial [Castro e Cavalcanti, 1997].

Além da importância de condicionantes internacionais, uma variável especialmente relevante para o desempenho exportador é a rentabilidade que as vendas externas proporcionam ao produtor doméstico, em relação ao atendimento ao mercado interno. Uma rentabilidade maior induz o produtor nacional a perseguir estratégias exportadoras mais agressivas, visando ampliar sua participação no mercado internacional.

A correlação positiva entre as exportações e sua rentabilidade relativa apresenta dois componentes. A curto prazo, quanto mais atrativo o mercado externo, maior será a proporção da produção direcionada às exportações. A longo prazo, a rentabilidade esperada influi nas decisões de inversão no setor de bens comercializáveis e determina a evolução do estoque de capital das empresas que compõem o setor exportador da economia.

Há, porém, defasagens temporais significativas entre a melhoria da rentabilidade das exportações e a materialização das vendas decorrentes desse estímulo. Tal defasagem será tão maior quanto mais complexas forem as decisões sobre a ampliação da produção envolvidas na decisão de exportar. Essa decisão pode compreender a necessidade de novas capacitações e de investimentos de longa maturação ou, para muitos bens e serviços, a constituição prévia de uma rede de comercialização no exterior.

Considerando-se os aspectos operacionais da produção (relativos aos custos e receitas), a rentabilidade das vendas externas depende: (i) dos preços internacionais das mercadorias; (ii) da evolução da taxa de câmbio nominal; e (iii) da curva de custo marginal dos exportadores.

O preço externo e a taxa de câmbio nominal definem o posicionamento da curva de receita marginal das vendas externas, em moeda nacional. Adicionalmente, a taxa de câmbio afeta a curva de custo marginal das firmas exportadoras. Esse impacto é proporcional ao coeficiente de insumos importados utilizados diretamente na produção e também aos efeitos indiretos acumulados nas cadeias dos insumos intermediários.

Na institucionalidade brasileira, porém, a rentabilidade da atividade exportadora não depende exclusivamente da taxa de câmbio nominal, do preço externo e dos custos de produção. Em decorrência da forma de operação do financiamento às exportações no Brasil, a rentabilidade do exportador depende, adicionalmente, do diferencial de juros de curto prazo interno e externo. As exportações financiadas junto aos bancos comerciais permitem às firmas – mas apenas àquelas suficientemente grandes para ter acesso ao crédito – captar uma dívida a taxas de juros próximas das internacionais, muito inferiores àquelas disponíveis no mercado financeiro interno.¹

O diferencial de juros gera um ganho de arbitragem implícito nas operações de exportação financiadas. Esse ganho permite que o exportador opere um preço externo mais baixo, e assim, amplie *market share* com a mesma margem de lucro. Desse modo, a dimensão financeira deve ser conjugada ao lado da operacional para que se possa descrever a evolução da rentabilidade das exportações em relação à das vendas domésticas.

O presente trabalho busca, assim, quantificar o impacto dos principais mecanismos de financiamento às exportações brasileiras – Adiantamentos de Contratos de Câmbio e Adiantamentos de Contratos de Exportação – sobre a rentabilidade das vendas externas entre 1993 e 1998. Esse período foi caracterizado por um baixo di-

¹ Um dos eixos das políticas oficiais de crédito às exportações diz respeito à construção de mecanismos – como o fundo de aval – que ampliem o acesso das empresas de pequeno e de médio porte aos canais de financiamento existentes. Estes se encontram obstruídos em decorrência da percepção de alto risco do credor em relação a essas firmas, que não podem empenhar garantias sólidas para a liberação do crédito. O confronto do universo dos exportadores com o subgrupo das firmas que realizaram operações de Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC), no período 1993/1998, sugere que a extensão do crédito para os tomadores de menor porte poderia gerar um ganho líquido relativamente modesto nas vendas externas. Ao se admitir, hipoteticamente, que o fundo de aval permitisse que todas as firmas que exportaram entre os anos 93 e 96 sem ter tido acesso ao crédito via ACC pudessem vir a tê-lo (o que, em números de 1996, corresponde a aproximadamente seis mil firmas, responsáveis por cerca de 3% do total exportado), e ao aplicar-se uma margem financeira nas contratações médias dos ACC de 10%, e ao assumir-se, ainda, uma elasticidade-preço das exportações das pequenas empresas cerca de 50% superior àquela relativa à média da pauta, estimada por Castro e Cavalcanti (1997) em cerca de 0,6, chega-se à conclusão de que o ganho potencial das exportações seria de cerca de 0,3% do valor total.

namismo das vendas externas, comportamento certamente influenciado pela apreciação da taxa de câmbio. Nesse contexto, o trabalho procura mostrar como o componente financeiro da rentabilidade das exportações ganhou ainda mais importância.

O restante do texto está dividido em três capítulos e um anexo metodológico. No segundo capítulo, são descritos os mecanismos de financiamento às exportações, as normas que os regem e sua importância no total das exportações brasileiras. O terceiro capítulo expõe os resultados do cálculo da margem financeira obtida pelo exportador (dependentes do custo e prazo dos financiamentos) e a estimativa do impacto dessa margem sobre a rentabilidade das exportações.

O capítulo 3 oferece ainda comentários finais sobre o tema, bem como uma discussão sobre futuros desdobramentos de pesquisa pretendidos a partir da metodologia implementada, e, no capítulo 4, é apresentada a conclusão. Por fim, o anexo metodológico descreve os procedimentos utilizados no cálculo dos indicadores.

2 OS CANAIS DE FINANCIAMENTO ÀS EXPORTAÇÕES

Entre os mecanismos de financiamento disponíveis aos exportadores, os mais difundidos são os ACC e ACE. Segundo informações do Departamento de Câmbio do Banco Central, entre 80% e 60% das exportações brasileiras, no período 1993/1997, valeram-se dessas modalidades de captação de recursos (ver gráfico 2, na página 12).

Esses mecanismos de financiamento não são recentes. Foram criados em meados da década de 70, em meio ao esforço exportador empreendido no período, e vêm sendo amplamente utilizados desde então. Sua criação teve o objetivo de garantir condições de financiamento mais compatíveis com as existentes no mercado internacional.

O ACC representa uma modalidade de financiamento pré-embarque. Corresponde a uma dívida de curto prazo em moeda estrangeira contraída pela empresa junto aos bancos comerciais para o financiamento das exportações. Estes repassam fundos tomados externamente sob o amparo de vantagens fiscais e de regulação. O exportador, ao fechar um contrato para entrega futura, pode, dessa forma, captar recursos vinculados à taxa internacional para financiar a produção de bens exportáveis.

O ACC permite que o exportador capte recursos de curto prazo para financiar capital de giro e viabilizar a produção com custos financeiros mais vantajosos do que os que seriam obtidos junto a fontes domésticas. De acordo com esse propósito, o valor das operações está limitado ao volume de exportação realizado pela empresa. Contudo, ainda que o ACC seja captado por um prazo ligado às necessidades de financiamento do capital de giro da produção exportável, o fluxo de desembolsos para a produção – que não ocorrem de uma única vez – permite que a firma retenha

parte dos recursos sob a forma de ativos financeiros e realize ganhos diretos de arbitragem.²

O período máximo de cobertura dos ACC é de 180 dias anteriores ao embarque das mercadorias. Após essa data, o exportador pode obter o refinanciamento da operação, por meio do ACE, até o momento da liquidação do câmbio (quando o importador realizar o pagamento em moeda estrangeira). Esse refinanciamento também é limitado, em geral, a 180 dias após o embarque das mercadorias.³

Como o pagamento do importador, no resto do mundo, será realizado em moeda estrangeira, o risco cambial é eliminado pela própria natureza da operação – de forma que o custo efetivo da captação dos fundos não é acrescido do componente associado à cobertura cambial – como acontece com operações com descasamento das moedas de denominação das dívidas e das receitas esperadas.⁴ Para o exportador, resta ainda o risco de crédito, *i.e.*, o risco de que, uma vez embarcada a mercadoria, o importador não pague por ela. Esse tipo de risco é transferido para o agente financiador apenas em outras modalidades de financiamento.

A taxa paga pelos exportadores está ligada ao custo de captação externa dos bancos comerciais que operam o financiamento do comércio exterior (usualmente a LIBOR mais um *spread* de risco) e à magnitude dos *spreads* cobrados pelos bancos no repasse dos recursos (usualmente entre 1% e 2%), que dependem, por sua vez, do cliente, do valor da operação, da posição do ativo bancário e dos prazos previstos de embarque e liquidação dos contratos de exportação.

² Essas duas dimensões do ganho financeiro – o relativo ao diferencial entre a captação interna para capital de giro e as taxas internacionais e aquele relacionado ao diferencial entre os recursos aplicados e o custo do financiamento – serão alvo de maior discussão no próximo capítulo.

³ A incorporação do ACE, que consiste em um financiamento pós-embarque, nos cálculos referentes à margem financeira das exportações justifica-se como uma indicação de qual seria o custo financeiro interno incorrido pelo exportador se ele, para manter o volume de vendas e o prazo concedido aos compradores no exterior, tivesse que imobilizar recursos próprios ou recorrer ao crédito bancário com *funding* doméstico para financiar o importador.

⁴ Essa vinculação de uma dívida em moeda estrangeira com um ativo denominado em moeda estrangeira (as receitas de exportação) criam um *hedge* automático para a operação. A firma fica protegida do risco de assistir seu passivo crescer de forma desproporcional ao seu ativo em função de uma variação cambial. Entretanto, como em qualquer operação de exportação, com ou sem financiamento, a expectativa de variação cambial impõe um custo (ou prêmio) associado à decisão de realizar a venda externa no momento presente. Se o exportador espera que a moeda local se deprecie, deslocando a curva de receita marginal esperada em moeda local, no futuro próximo, nas operações de exportação, ele pode possuir estímulos para postergar o fechamento dos contratos (e vice-versa). No entanto, postergar o fechamento dos contratos, e, assim, ampliar o nível de estoques retidos possui como custo de oportunidade a taxa de juros doméstica que poderia ser obtida em um ativo financeiro líquido com os fundos imobilizados sob a forma de uma variação indesejada de estoques. A influência das expectativas cambiais sobre o *timing* do fechamento dos contratos de câmbio existe independentemente do esquema de financiamento utilizado.

O mecanismo baseia-se nas linhas de crédito externas de curto prazo disponíveis para os bancos comerciais atuantes no país. Os bancos possuem esquemas diferenciados de captação – os estrangeiros que possuem rede de varejo e captam depósitos junto ao público no exterior, por exemplo, podem canalizar parte de sua carteira de créditos para mercados emergentes com transações entre matriz e filial. Essas características se traduzem em bases mais estáveis de *funding* de suas carteiras de comércio. Os bancos de capital nacional possuem linhas de crédito de curto prazo com instituições financeiras no exterior.

O volume, o custo e os prazos do *funding* bancário dependem, portanto, do nível de exposição desejado pelas instituições internacionais ao mercado brasileiro, e flutuam com suas percepções acerca do *risco Brasil*. Assim, apesar da grande seletividade do crédito doméstico, os mecanismos em questão permitem às grandes e médias empresas exportadoras apropriarem-se de parte do diferencial entre os juros interno e externo, sem os custos associados às operações de endividamento direto em moeda estrangeira e os riscos de flutuação cambial, que tornam o crédito externo ainda mais seletivo.⁵

Na perspectiva da rentabilidade relativa das exportações, uma elevação do diferencial de taxas de juros internas e externas tem o efeito equivalente ao de uma determinada desvalorização cambial; o inverso, evidentemente, também é verdadeiro. Rigorosamente, existe um movimento de certa magnitude nas taxas de juros internas que compensa, pela ótica financeira, a variação de rentabilidade *operacional* decorrente de uma mudança da taxa de câmbio real.

O impacto desse movimento pode ser representado graficamente pelo deslocamento *para cima* da curva de receita marginal das operações de exportação, ou, alternativamente, como um deslocamento *para baixo* da curva de custo marginal ligada a essas operações. Sob qualquer perspectiva, o resultado aparece como uma ampliação da margem do exportador para um dado preço tomado no mercado internacional.

A intensidade desse impacto é específica a cada empresa ou setor produtivo e dependerá da importância relativa das operações de captação de ACC e ACE em relação ao total exportado, da magnitude dos *spreads* obtidos pelos exportadores junto aos bancos comerciais, dos prazos dos contratos de exportação, bem como do peso que os custos financeiros desempenham na estrutura de custos totais das mercadorias exportáveis.

⁵ Cabe referência para a decisão, implementada por meio de resolução do BACEN, de permitir a venda de *performances*. Essa operação consiste, em última instância, na venda dos direitos de realizar uma operação de ACC. Se uma firma exportadora possui um financiamento via ACC vencendo e não pôde realizar o embarque das mercadorias (o que lhe acarretaria multas e penalidades junto à instituição financeira), esta pode comprar os contratos de outra firma que esteja embarcando suas mercadorias. O mercado de *performances* negocia, em última instância, o direito de captar recursos via ACC.

Os movimentos dos juros domésticos nem sempre atuam na mesma direção dos movimentos da taxa de câmbio sobre a rentabilidade das vendas externas. Uma trajetória de convergência progressiva entre as taxas de juros reais internas e externas, por exemplo, equivale a uma apreciação cambial, mas pode ocorrer simultaneamente a movimentos de depreciação da taxa de câmbio propriamente dita. Os dois movimentos geram conseqüências contraditórias e precisariam ser ponderados para o cálculo da variação líquida da rentabilidade.

O debate recente sobre as relações entre a política cambial e o desempenho exportador nem sempre considera os efeitos associados ao papel das operações de arbitragem financeira sobre a rentabilidade usufruída pelos exportadores. Dada a relativa estabilidade das taxas de juros externas, nos períodos de taxas internas muito elevadas, as variáveis financeiras possuem especial relevância na definição dessa rentabilidade.

No capítulo seguinte serão apresentados os cálculos relativos aos ganhos financeiros decorrentes dos ACC e ACE, bem como séries ajustadas dos preços e da rentabilidade das exportações, decorrentes daqueles ganhos, ao longo do período 1993/1998.

3 O IMPACTO DO FINANCIAMENTO ÀS EXPORTAÇÕES

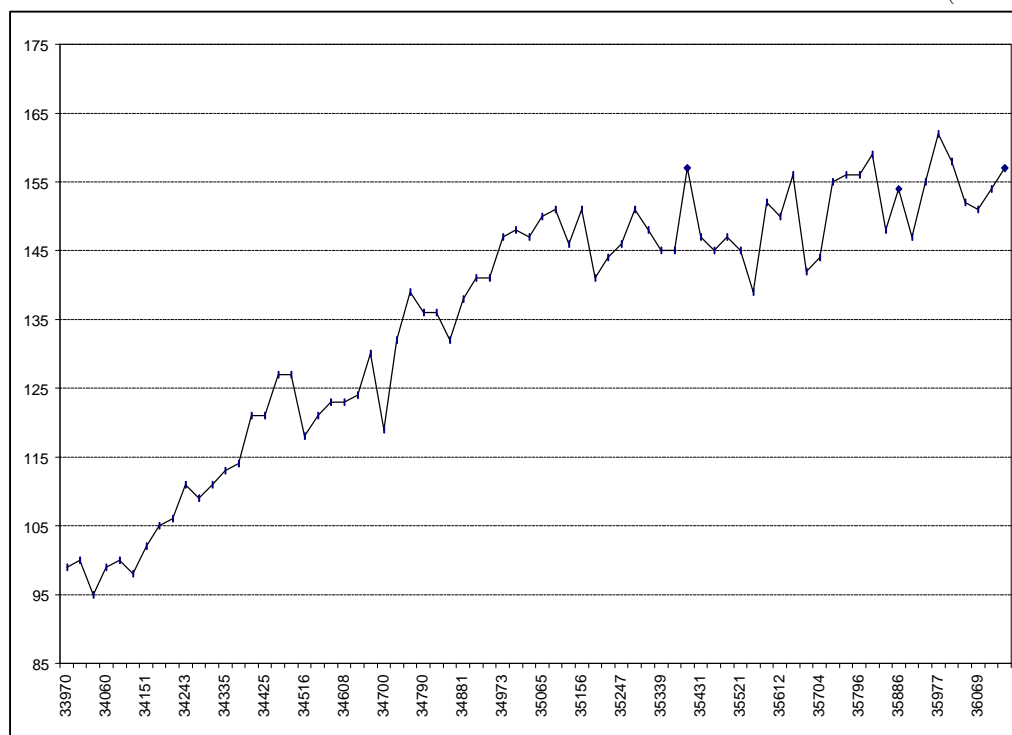
No contexto de implementação do Plano Real, a apreciação da taxa de câmbio real deprimiu a rentabilidade das vendas externas. A elevação do diferencial entre as taxas de juros interna e externa, por outro lado, elevou os ganhos de arbitragem implícitos na exportação financiada.

Cabe salientar que os ganhos financeiros dos exportadores foram inflados após a estabilização, não apenas em virtude da elevação do patamar das taxas de juros reais internas, como também em decorrência da flexibilização das condições de oferta dos fundos externos. Essa mudança nas condições de crédito traduziu-se, entre outras coisas, na elevação dos prazos médios dos financiamentos concedidos aos demandantes de ACC.

Os prazos médios entre a captação dos recursos e a liquidação do câmbio passaram de cerca de 100 dias, em 1993, para um patamar de aproximadamente 150 dias, a partir de 1996, como pode ser visto no gráfico 1. A ampliação dos prazos associa-se a uma exposição maior dos bancos e investidores no país, a qual possibilitou a expansão do volume de *funding* de curto prazo disponível aos intermediários locais, para um dado universo de exportadores.

GRÁFICO 1
Prazos Médios Previstos dos ACC e ACE entre 1993 e 1998

(Em dias)



Fonte: Elaboração própria, com base em informações do Boletim do Mercado de Câmbio do BACEN.

Em setembro de 1994, o Banco Central do Brasil estabeleceu uma restrição, revogada em janeiro de 1995, aos prazos máximos dos contratos de ACC, que ficaram limitados a 90 dias, e aos prazos máximos de ACE, que foram fixados em 30, 90 e 150 dias, a depender do produto e do porte do exportador. Essa limitação foi imposta no contexto do regime cambial caracterizado pela banda assimétrica. Objetivava-se, dessa forma, restringir a entrada de divisas e diminuir a pressão de apreciação da moeda.⁶

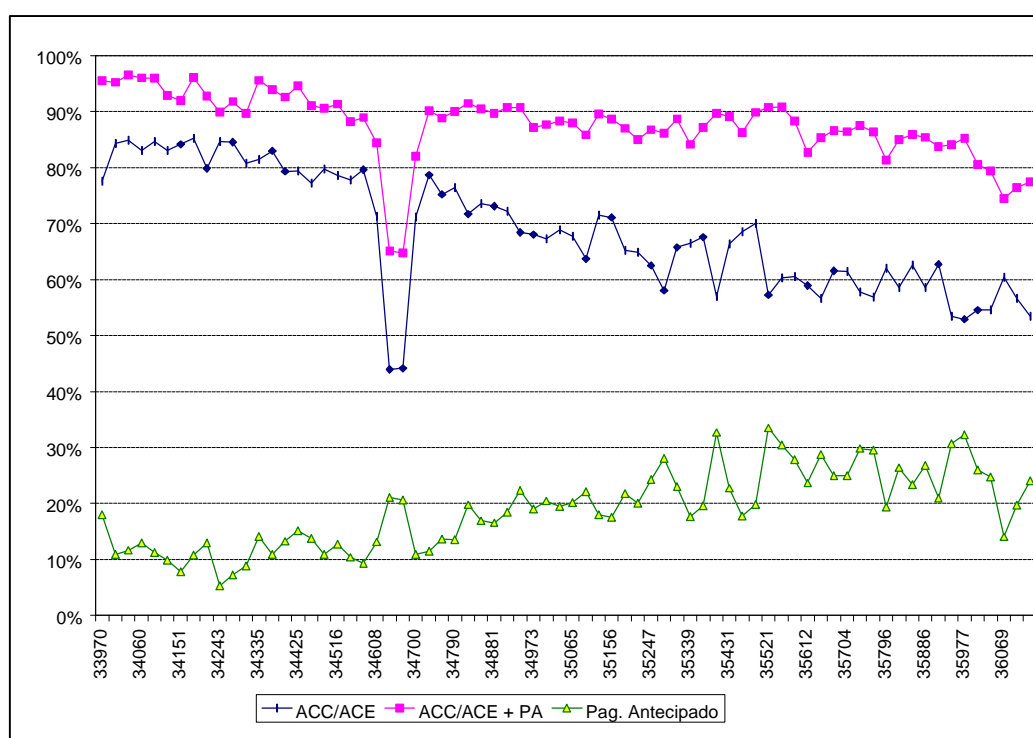
A regulação das operações de financiamento via Pagamento Antecipado (PA) foi também modificada, mediante a Carta Circular nº 2 567, de 27/4/95. Anteriormente a essa norma, o PA consistia apenas em um mecanismo de financiamento pelo qual a empresa importadora pagava o exportador antes do embarque. Ao permitir a inter-

⁶ Curiosamente, como mostra o gráfico 1, a restrição imposta aos prazos máximos de ACC e ACE não se materializou em uma queda proporcional dos prazos médios praticados no período. O volume de adiantamentos de câmbio, no entanto, caiu abruptamente, o que se reflete na composição descrita no gráfico 2. Esse resultado pode estar associado a um quadro em que a redução da demanda por empréstimos superiores a 90 dias tenha possibilitado o alongamento dos prazos disponíveis para os exportadores que usualmente operavam com prazos inferiores a esse limite.

mediação bancária, a referida medida transformou qualitativamente a natureza da operação.

Além dessas alterações normativas, os maiores graus de liberdade no acesso ao crédito externo de médio e de longo prazo por parte dos grandes bancos com operação no país (por meio do ciclo recente de emissões de *commercial papers*, *bonds* e *notes*) ajudam a explicar a migração de parte dos exportadores de primeira linha para mecanismos de maior prazo (como o pré-pagamento, por exemplo). O gráfico 2 ilustra essa tendência, ao descrever a evolução das modalidades de financiamento às exportações e ao revelar o crescimento do peso das operações de PA no conjunto das vendas externas brasileiras, sobretudo a partir de 1994.

GRÁFICO 2
Participação das Principais Modalidades de Financiamento nas Exportações



Fonte: Boletim do Mercado de Câmbio, vários números.

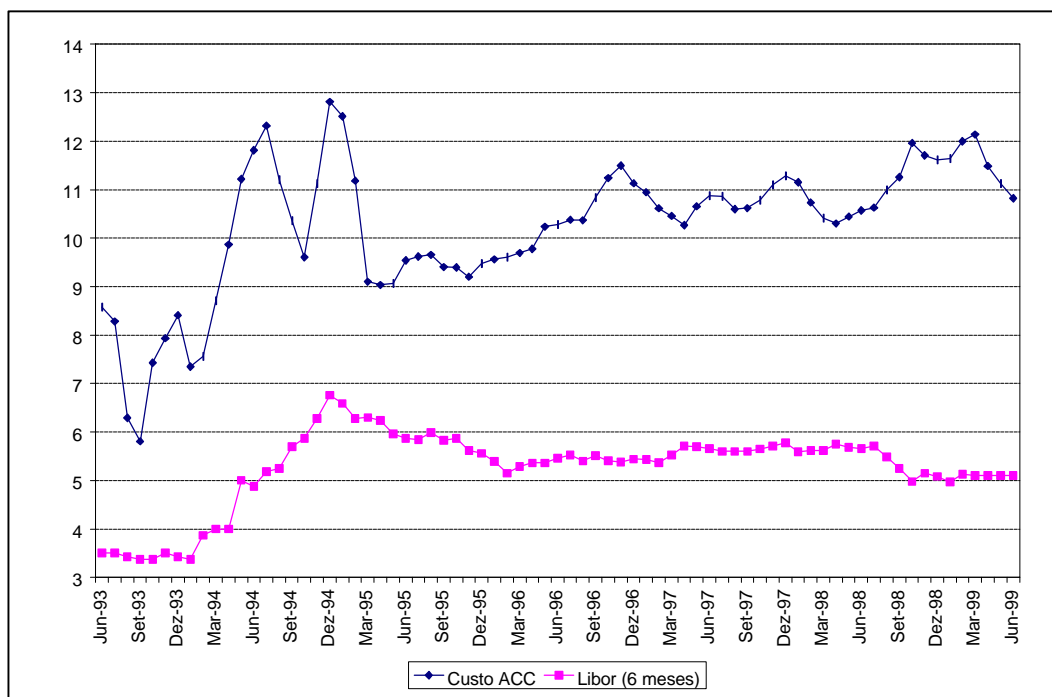
A flutuação dos prazos médios descrita anteriormente poderá ser calculada setorialmente, mas isso dependerá da obtenção de informações desagregadas sobre o prazo dos contratos. Essa abertura setorial permitirá o cálculo de séries ajustadas de preços para cada um dos principais setores exportadores e a estimação de equações de oferta também ajustadas.

Os gráficos 3 e 4 apresentam a evolução dos custos de captação médios dos ACC e da LIBOR, no período 1993/1998, e o *spread* médio pago pelo exportador. Pode-se

visualizar que o custo de captação para o exportador chega a ser, em determinados períodos, duas vezes superior à taxa básica internacional.

GRÁFICO 3
Taxas Anuais de Captação dos ACC *versus* as da LIBOR

(Em porcentagem)

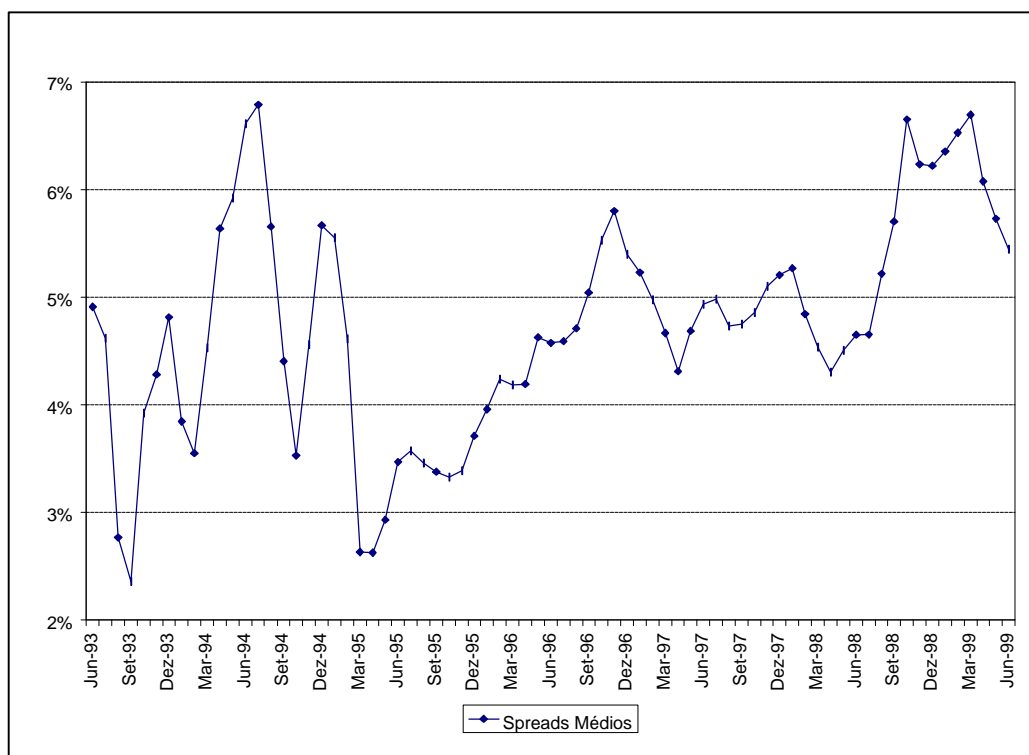


Fonte: Elaboração própria com base em dados do SISBACEN e da FGV.

O crescimento dos *spreads* cobrados sobre a taxa básica reflete a tendência de alargamento de prazos verificada no período 1993/1996 (descrita no gráfico 4), e as mudanças nos níveis percebidos do *risco Brasil*, com variações descontínuas nos contextos de crise externa.⁷

⁷ Cabe destacar o impacto da crise mexicana, em dezembro de 94; o da crise asiática, em setembro de 97; e o da moratória russa, em outubro de 98.

GRÁFICO 4
Spreads Anuais Médios dos ACC sobre a LIBOR



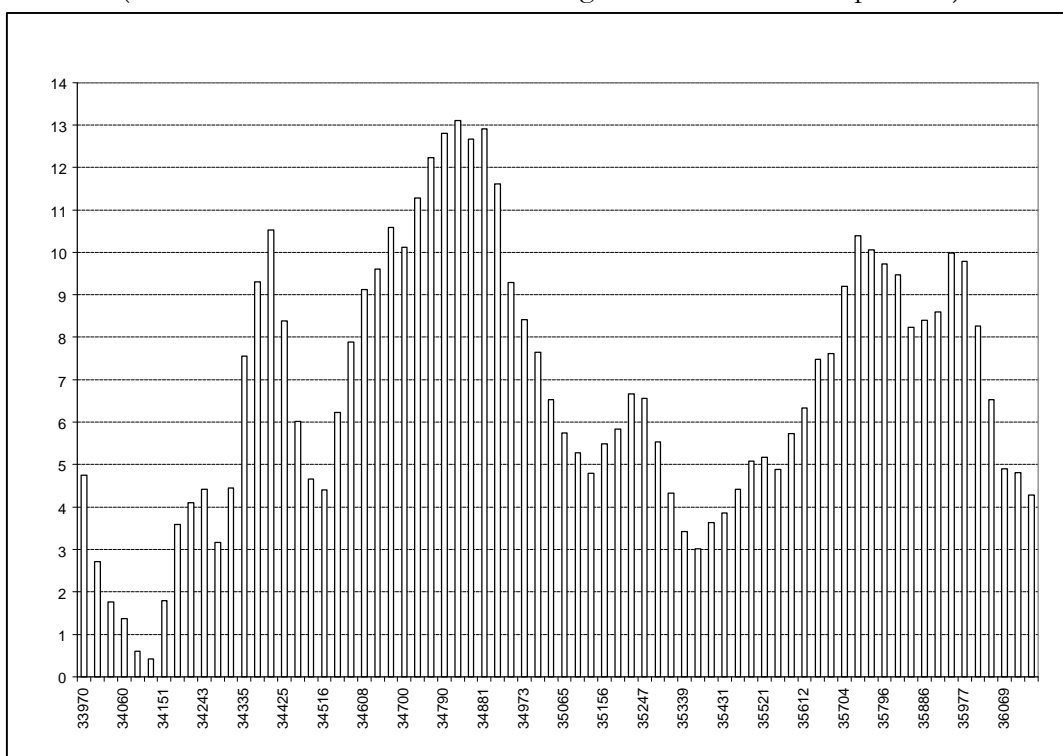
Fonte: Elaboração própria com base em dados do SISBACEN e da FGV.

A partir das séries de taxas de juros, dos prazos médios das operações e do volume de operações de ACC contratados, foi calculada a massa de ganhos de arbitragem financeira implícita nesses financiamentos (o valor presente dos rendimentos financeiros decorrentes da aplicação à taxa SELIC combinada à taxa de capital de giro, descontados pela taxa dos ACC).⁸ Esses montantes foram comparados aos valores embarcados (respeitadas as defasagens de prazos existentes entre a contratação do câmbio e o embarque), de forma a gerar uma estimativa da margem financeira extraída pelos exportadores que utilizam ACC.⁹ O gráfico 5 descreve a evolução dessa margem, dados os parâmetros de prazos e custos das operações.

⁸ O simples uso da taxa SELIC nos cálculos financeiros resultaria em sua subestimação, visto que o custo efetivo do financiamento do capital de giro situou-se em patamares fortemente superiores àqueles retratados pelas taxas básicas do sistema. Ver o gráfico 8, no anexo metodológico, para a comparação da margem calculada com base na taxa SELIC e a margem calculada com base na taxa composta.

⁹ Para maiores detalhes acerca da metodologia de cálculo, consultar o anexo metodológico.

GRÁFICO 5
Margem Financeira Líquida de Impostos Implícita nos ACC e ACE
(Ganhos Financeiros como Porcentagem do Valor FOB Exportado)



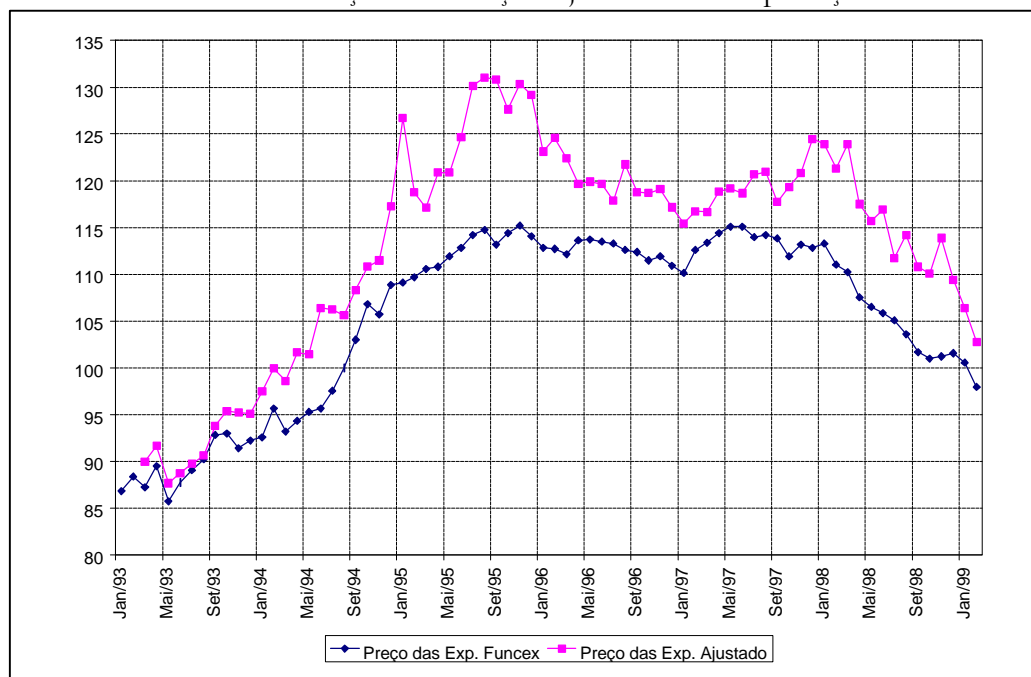
Fonte: Elaboração própria (baseado em prazos, custo de captação e na aplicação de uma taxa de juros composta entre a taxa SELIC e o custo do financiamento bancário para capital de giro). Ver metodologia.

Ele descreve o percentual do valor FOB das exportações apropriado em função dos ganhos de arbitragem implícitos nos financiamentos de ACC e ACE. Esse percentual corresponde à variação de preços externos que seria requerida para igualar a rentabilidade das vendas externas, verificada em um cenário no qual, por hipótese, os ganhos de arbitragem fossem nulos.

O gráfico 6 descreve o comportamento das séries de preços das exportações brasileiras, construídas a partir dos registros das exportações físicas FOB, e a série de preços ajustada pela margem financeira implícita nas condições de financiamento. Ou seja, a série de preços ajustada descreve quais teriam de ser os preços à vista para chegar a uma relação de equivalência com os rendimentos extraídos implicitamente nas condições de financiamentos praticados.¹⁰

¹⁰ A meta do projeto consiste em calcular essa série para um horizonte de tempo mais longo, o que possibilitaria a estimação de uma equação de oferta das exportações a partir dos preços ajustados. Estes, a princípio, corresponderiam a um conjunto mais completo de sinais econômicos relevantes para as decisões dos exportadores do que o descrito nas séries de preços *verificados*. Dessa for-

GRÁFICO 6
Séries de Preços e de Preços Ajustados das Exportações



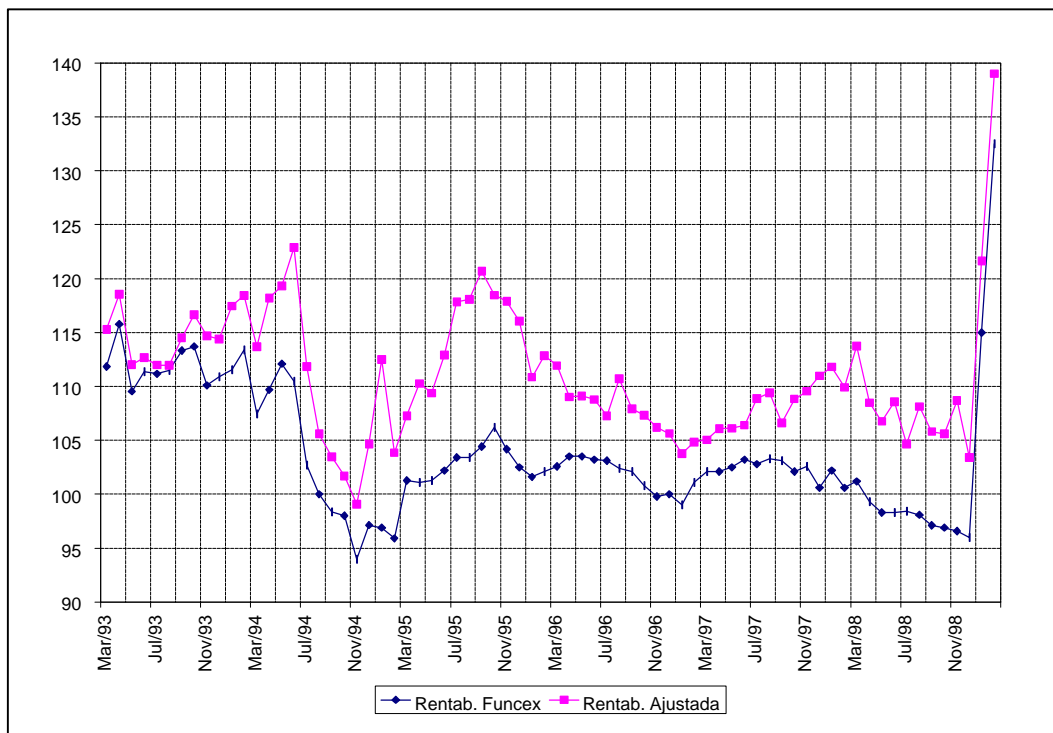
Fonte: Elaboração própria, com base na Série de Preços das Exportações da FUNCEX.

Os mecanismos financeiros chegaram a envolver, nas conjunturas de expressiva elevação das taxas de juros reais, a transferência de até 13% do valor exportado. Esse percentual flutuou consideravelmente em diferentes contextos em virtude das mudanças das políticas macroeconômicas, da regulamentação específica das operações de financiamento e das condições de oferta dos fundos externos.

Sob a ótica estrita da rentabilidade da atividade exportadora financiada por ACC e dados os prazos médios verificados no período 1993/1998, pode-se afirmar que uma elevação de um ponto percentual das taxas de juros reais básicas domésticas corresponde, *ceteris paribus*, a uma depreciação cambial real equivalente de cerca de 0,33%. No intervalo de taxas internas entre 2% e 50%, as mudanças marginais de 1% nos juros correspondem, respectivamente, a variações de 0,36 e 0,29 dos índices de rentabilidade das exportações – dependendo, portanto, do nível das taxas reais. No intervalo de flutuação verificado para as taxas, a elevação de 1 ponto percentual dos juros internos amplia a rentabilidade relativa das exportações em aproximadamente 0,3%. Nesse sentido, uma queda de cerca de 10% no patamar das taxas de juros reais, de 20% para 10% ao ano, por exemplo, associa-se a uma deterioração aproximada de 3,3% da rentabilidade relativa das exportações financiadas por esse instrumento.

ma seria possível quantificar, a partir das elasticidades obtidas, o impacto das condições de financiamento no desempenho das exportações.

GRÁFICO 7
Financiamento e o Ajuste do Índice de Rentabilidade da FUNCEX



Fonte: Elaboração própria, com base na Série de Preços das Exportações da FUNCEX.

O gráfico 7 ilustra a importância do componente financeiro sobre a rentabilidade das exportações brasileiras. Pode-se perceber que, a partir de 1994, as mudanças na margem financeira responderam por grande parte da variação da rentabilidade das exportações.

Com a adoção de um regime de câmbio nominal semifixo, a partir de 1995, as políticas de câmbio e juros passaram a atuar procíclicamente sobre a rentabilidade das vendas externas. A atração da parcela dos fluxos de financiamento externo sensíveis ao *cupom cambial*, necessários ao financiamento dos déficits externos, fez que o ritmo de desvalorização real da taxa de câmbio impusesse um piso para as taxas de juros reais domésticas. A taxa básica de juros interna líquida da tributação sobre operações financeiras precisava, assim, cobrir o risco cambial (ou o prêmio *forward* implícito na busca de proteção no mercado futuro de divisas) e o *risco país* (mensurado pelo *spread* existente entre algum título da dívida externa soberana negociável em mercados secundários sobre a taxa de juros do título do Tesouro dos EUA, de prazo equivalente).

Nos contextos em que a política de câmbio optou por acelerar o ritmo das mini-desvalorizações, a rentabilidade das exportações foi afetada diretamente pelo impacto do câmbio sobre a receita marginal dos exportadores em moeda doméstica.

Por outro lado, era afetada indiretamente pela arbitragem financeira com taxas internas e externas – derivada da necessidade de sustentar o cupom cambial em determinado nível.

Caso a opção caminhasse em sentido inverso, os exportadores perderiam devido ao impacto direto da taxa de câmbio e também ao impacto indireto da queda das taxas de juros, que poderiam não afetar a remuneração real em moeda estrangeira dos investidores em ativos financeiros domésticos. Com a flexibilização do regime cambial, seguida da depreciação real da moeda, por outro lado, os exportadores ganham pelo lado operacional, mas perdem parte dos ganhos de arbitragem, à medida que se abre espaço para a queda das taxas de juros reais, infladas no regime anterior.¹¹

A título de comentário final, cabe uma discussão acerca da sensibilidade das exportações ao estímulo gerado pelos ganhos de arbitragem calculados no presente trabalho. No período anterior à estabilização de preços, a elevada volatilidade das taxas de juros reais retirava parte da eficácia dos instrumentos financeiros no estímulo às exportações. Esse argumento foi enfatizado em relatório recente do Banco Mundial (1996, p. 13) sobre a evolução do *custo Brasil*:

“Os lucros derivados da arbitragem entre as taxas do ACC-CDI constituem apenas uma solução *second best* e temporária para os problemas de taxas de câmbio reais altas. Sua extrema volatilidade garante que esses lucros atraiam pouco investimento, promovendo apenas ganhos transitórios para as firmas que já dispõem de capacidade exportadora (tradução livre dos autores)”.

Isso ocorria na medida em que o cenário de alta instabilidade dificultava a avaliação sobre a evolução futura dos juros reais no horizonte temporal relevante para o exportador. A estabilização, ao fornecer maior estabilidade para o horizonte de cálculo dos exportadores, produziu uma mudança na sensibilidade de suas decisões de produção às variações de curto prazo da rentabilidade das vendas externas.

A apreciação cambial que acompanhou a estabilização macroeconômica afetou o setor exportador diretamente, ao reforçar a tendência de queda da rentabilidade das vendas externas. Por outro lado, da ótica do cálculo das firmas exportadoras, esta promoveu o crescimento da sensibilidade de suas decisões de produção aos movi-

¹¹ O fato de a elevação das taxas de juros ampliar a atratividade da produção para exportação, em relação à voltada para o mercado doméstico, não significa que as empresas exportadoras serão necessariamente beneficiadas pela política monetária apertada. Grandes diferenciais entre os juros interno e externo afetam as decisões de produção em favor do mercado externo. Entretanto, como grande parte da receita das firmas que figuram no núcleo do setor exportador depende fortemente do mercado doméstico e como elas podem eventualmente carregar passivos vinculados às taxas de juros domésticas em maior volume que ativos financeiros domésticos, é possível que parte dos exportadores brasileiros verifique uma deterioração de seus resultados face ao crescimento do diferencial de taxas de juros interno e externo. Contudo, isso não muda o fato de que, tal como em decorrência de uma desvalorização cambial, a composição das vendas desejada entre os mercados interno e externo será afetada.

mentos de curto prazo das variáveis que afetam a atratividade das exportações, em relação às vendas domésticas (expresso no resultado, *ex post*, de crescimento da correlação existente entre os coeficientes setoriais de exportação e os índices de rentabilidade) [Pereira e Carvalho, 1998].

A queda da rentabilidade afeta muito mais intensamente as decisões de produção das empresas (materializadas, *ex post*, no coeficiente exportado da indústria) em ambientes de estabilidade das variáveis nominais do que em um regime de alta inflação. O ajuste das firmas ao contexto de elevada instabilidade da absorção doméstica, em alta inflação, eleva seu nível de aversão ao risco. Nesse ambiente, as firmas não apenas possuem uma propensão mais elevada para diversificar suas estruturas de receitas e elevar o coeficiente exportado, como ficam menos sensíveis às variações de curto prazo verificadas nas variáveis que afetam a rentabilidade das vendas externas.

O problema de extração de sinal em alta inflação faz que as exportadoras respondam de forma relativamente menos intensa às variações de curto prazo. A firma precisa discernir as variações reais das variáveis que afetam a rentabilidade dos movimentos puramente nominais. Permanece o risco de que a flutuação esperada a curto prazo seja corroída em um curto intervalo de tempo, sem que os ganhos gerados pela mudança nas suas decisões de produção e venda superem seus custos.

Esse viés defensivo influi na formação de suas estratégias de diversificação e crescimento de médio e longo prazos, e afeta o cálculo de curto prazo referente às decisões de produção e composição desejada entre exportação e vendas domésticas. Como consequência da menor incerteza e volatilidade potencial das variáveis relevantes, no quadro de economia estável, cresce a sensibilidade da propensão a exportar das firmas aos movimentos de curto prazo da rentabilidade das vendas externas.

Por outro lado, deve-se considerar como os ganhos implícitos na produção financiada são distribuídos ao longo das cadeias produtivas. As estruturas de mercado relativamente concentradas na demanda final, próximas de um oligopsonio (vários produtores e poucos demandantes), presente em diversos segmentos agropecuários produtores de *commodities* de exportação, tendem a reter os ganhos de arbitragem nos elos finais da cadeia de produção. Esse é o caso das *trading companies* que operam a logística da atividade exportadora. Estas pressionam para que os preços de compra se aproximem dos custos marginais e apropriam-se de margens de oligopolista.

Mercados em que os produtores de insumos desfrutam de elevado poder sobre os outros componentes da cadeia tendem a transferir uma parcela relativamente maior dos ganhos de arbitragem sobre a forma de repasse dos créditos ou negociações seletivas de preços.

4 CONCLUSÃO

Neste trabalho foram estimados os impactos dos mecanismos privados tradicionalmente utilizados para o financiamento das vendas externas sobre a rentabilidade da atividade exportadora em relação às vendas para o mercado doméstico na economia brasileira. Mediante a análise dos prazos de financiamento e da comparação entre as taxas de juros internacionais e internas, verificou-se a relevância do rebaixamento do custo de financiamento do capital de giro (e/ou dos ganhos diretos de arbitragem entre taxas) possibilitados pelos ACC e ACE na evolução dos índices de rentabilidade das exportações, ao longo do período 1993/1998.

Nos contextos de elevados diferenciais entre as taxas de juros internas e externas, as condições preferenciais de mobilização de fundos para as grandes empresas exportadoras, implícitas na decisão de vender para o exterior, propiciaram uma expressiva *margin financeira* que atingiu, em termos médios para a pauta exportadora brasileira, até 13% do valor FOB das vendas externas. Em período recente, prévio à desvalorização, as variações desse componente financeiro da atratividade das vendas externas responde pela maior parcela da variância da rentabilidade das vendas externas. Esse componente financeiro impacta significativamente o fluxo de caixa dos exportadores brasileiros e deve ser incorporado, com as devidas qualificações, à discussão que procura avaliar o impacto das políticas de câmbio/juros sobre a rentabilidade e o desempenho das vendas externas no Brasil.

ANEXO METODOLÓGICO

O objetivo principal deste trabalho foi calcular a margem financeira implícita nas operações de exportação financiadas via ACC e ACE. Para esse cálculo, era necessária a obtenção de informações sobre o prazo e o volume médio dos contratos, o valor FOB das exportações e das taxas de juros relevantes.

As taxas de juros domésticas fornecem uma estimativa dos ganhos brutos obtidos pelo exportador na utilização do financiamento. Conforme salientado no trabalho, esse ganho decorre do uso dos recursos como capital de giro para a produção e também da possibilidade de seu emprego em aplicações financeiras junto aos bancos domésticos. Foi feita a hipótese arbitrária (e certamente conservadora) de que esses dois componentes são igualmente importantes para os ganhos da média dos exportadores. Cabe salientar que as estimativas da margem financeira dependem fortemente dessa hipótese. Se fosse considerado que todos os fundos mobilizados via ACC são canalizados diretamente para viabilizar o financiamento do ciclo de produção dos bens exportáveis (como em tese deveria ser a atuação do mecanismo), então a margem implícita tenderia a crescer. Isso porque o custo do financiamento bancário situa-se sistematicamente acima (muito acima no período em questão) das taxas pagas para os aplicadores em ativos financeiros domésticos.

Uma vez que as aplicações financeiras internas têm como base de remuneração a taxa SELIC, foi calculada, por uma média simples, uma taxa que resulta da composição dessa taxa básica do sistema monetário com uma taxa indicativa do custo de financiamento do capital de giro, a Taxa de Capital de Giro publicada pela revista Cenários. Adicionalmente, deflacionou-se essa taxa composta pelo IGP-DI centrado.

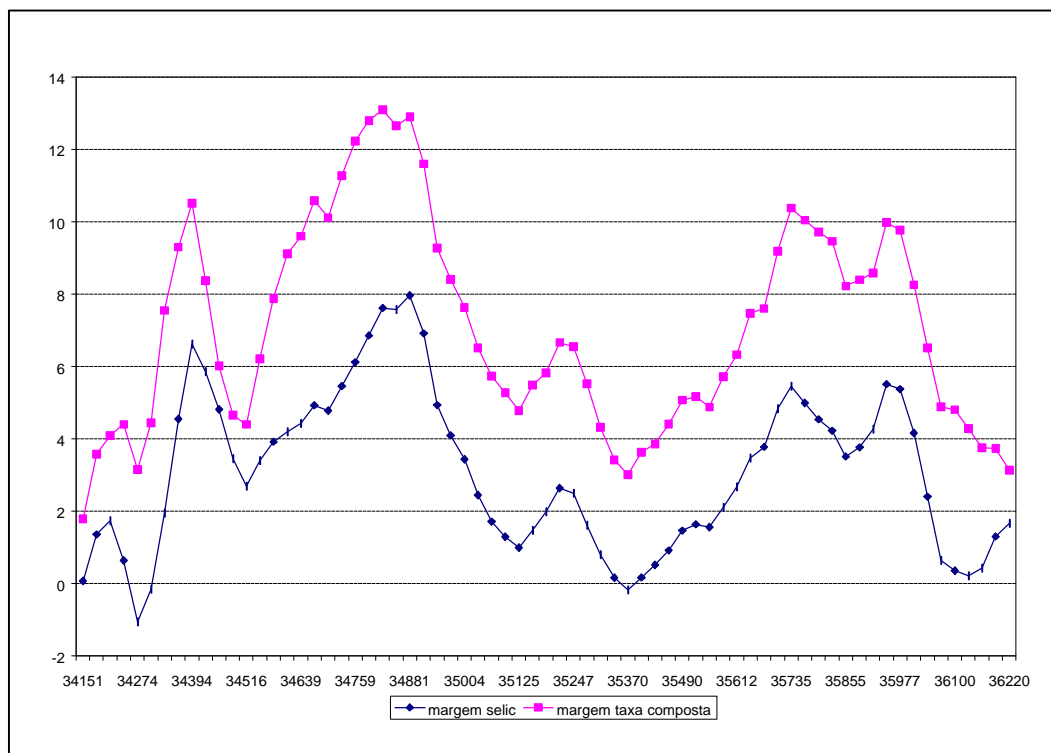
Os financiamentos via ACC e ACE, no entanto, têm um custo de captação, que deve ser descontado dos ganhos brutos descritos anteriormente, para a obtenção da margem financeira (antes dos impostos) auferida pelo exportador. Esse custo, por sua vez, depende tanto das taxas quanto dos prazos de captação. Com base em taxas praticadas diariamente, disponíveis no SISBACEN, tomou-se uma média mensal a partir de uma amostra de dias, que oscilou entre 4 ou 5 para cada mês. A eventual variância amostral foi reduzida mediante a construção de uma média móvel de 3 meses.

Os prazos das operações de ACC e ACE, por outro lado, foram estimados com base nas informações do prazo médio previsto de liquidação dos contratos de exportação – publicadas no Boletim do Mercado de Câmbio do BACEN. Como as demais modalidades de financiamento envolvem a contratação de câmbio *pronto* (o que baixa a referida média), o prazo médio de retenção dos ACC e ACE foi obtido ao se ponderar o prazo médio de todas as exportações pela participação daqueles mecanismos de financiamento no total do câmbio contratado em cada mês.

A massa de ganhos financeiros, por fim, foi estimada por meio da capitalização do câmbio contratado – para fins de ACC e ACE – à taxa de juros real composta (SELIC + Capital de Giro), líquida de seu custo de captação. A capitalização foi ajustada tendo-se em conta o prazo médio dos contratos em cada mês. O valor presente dessas transferências implícitas no financiamento foi comparado ao valor das exportações físicas FOB obtidas pelos registros da SECEX. A razão entre essas duas grandezas indica a margem financeira bruta implícita nas operações de ACC e ACE (ver gráfico 5).

Para o cálculo da margem financeira líquida de impostos, foi considerada uma alíquota de imposto de renda de 20% sobre as aplicações financeiras, assim como a composição de 50% da taxa SELIC e de 50% da Taxa de Capital de Giro na construção da taxa de juros relevante. Nesse caso, a margem financeira líquida dos impostos seria a margem bruta reduzida em cerca de 10%. Uma margem financeira bruta, de 15% do valor FOB exportado, por exemplo, seria reduzida para um patamar de aproximadamente 13,5%, ao conferir-se uma alíquota de 20% sobre as aplicações financeiras remuneradas pela taxa SELIC, pois supõe-se uma ponderação simples entre a taxa SELIC e a Taxa de Capital de Giro. O peso desse componente fiscal na margem financeira depende diretamente da ponderação relevante entre a aplicação dos excedentes financeiros e o montante que seria contratado via crédito doméstico para viabilizar os ciclos de produção. Essa ponderação pode subestimar ou superestimar a margem relevante, pois a Taxa de Capital de Giro é maior do que a SELIC, e porque quanto maior a ponderação dos ganhos de arbitragem diretos, maior é a incidência do imposto de renda retido diretamente sobre as aplicações dos excedentes financeiros. A seguir, é apresentado o gráfico 8, que apresenta a margem financeira no extremo inferior em que esta é calculada pela SELIC *pura*, descontados os impostos (o que equivale a supor que os recursos foram integralmente mobilizados para aplicações financeiras e/ou que as exportadoras utilizaram 100% de recursos próprios no financiamento da produção e das vendas), e a margem decorrente da aplicação da taxa composta (que opera como um limite superior, porém altamente plausível: a margem verificada situa-se, muito provavelmente, mais próxima do limite superior do que do limite inferior).

GRÁFICO 8
Margem Financeira Líquida Calculada com Base na Taxa SELIC e na
Taxa Composta SELIC/Capital de Giro



Fonte: Elaboração própria.

Essa margem composta foi aplicada, respeitando-se as defasagens médias entre a contratação do câmbio e o embarque, para ajustar os índices de preços das exportações. Os índices de preços *ajustados* pela margem financeira foram utilizados para recalculiar o Índice de Rentabilidade das Exportações, estimado pela FUNCEX e calculado pela expressão:

$$(\text{Preço Externo}) * (\text{Taxa de Câmbio}) / \text{Custos}.$$

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim do Mercado de Câmbio*, vários números.
- CASTRO, A. S., CAVALCANTI, M. A. F. *Estimação de Equações de Exportação e Importação para o Brasil 1955/95*. Rio de Janeiro: IPEA, março. 1997. Texto para Discussão, n. 469.
- FUNCEX – Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior. *Boletim Setorial de Comércio Exterior*, vários números.
- GAZETA MERCANTIL. Vários números.
- PEREIRA, T. R., CARVALHO, A. *Abertura, Comercial, Mark Ups Setoriais Domésticos e Rentabilidade Relativa das Exportações*. IPEA, julho, 1998. Texto para Discussão, n. 571.
- WORLD BANK. *Brazil: The Custo Brasil since 1990-92*. World Bank Report nº 15.663-BR. Latin America & The Caribbean Region, dezembro. 1996.
-