

O FINANCIAMENTO DAS CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS: 2003-2010*

1 INTRODUÇÃO**

No Brasil, a despeito da crise financeira internacional de 2008-2009, a década de 2000 foi marcada pela retomada do crescimento com redistribuição de renda e pelo afastamento da restrição externa. Os resultados favoráveis, com abundância de recursos externos e certa euforia com o futuro, têm impulsionado o debate de diversas questões estruturais do desenvolvimento socioeconômico brasileiro, obnubiladas anteriormente pelos desequilíbrios macroeconômicos e, em particular, por crises renitentes de balanço de pagamentos, seja pela fragilidade das exportações, seja pelas conexões aos ciclos de bonança e parada súbita da liquidez financeira internacional.

A redução da vulnerabilidade externa permitiu mudanças importantes na gestão da inserção internacional do país, tais como a antecipação dos pagamentos ao Fundo Monetário Internacional (FMI); modificações na administração da dívida externa pública, com a ênfase na obtenção de divisas para a construção de uma curva de juros; acúmulo de reservas internacionais em um regime de taxa de câmbio administrada (“flutuação suja”); introdução paulatina de controles sobre os fluxos de capitais, especialmente após a crise de 2008; queda significativa na dívida interna indexada à taxa de câmbio. E, não menos importante, uma tentativa de se retomar a implementação de uma política industrial (Política de Desenvolvimento Produtivo, Plano Brasil Maior), privilegiando as compras governamentais e das empresas estatais com conteúdo nacional mínimo.¹ A fragilidade externa, no entanto, não desapareceu. Persistiu a inconvertibilidade do real, a renitente perda de competitividade das exportações de manufaturados e a interpenetração crescente do sistema financeiro doméstico com o sistema financeiro internacional – com ampliação do passivo externo mais volátil –, introduzindo novos riscos que precisam ser monitorados permanentemente pelas autoridades de regulação e supervisão.

Este texto procura contribuir para esta discussão ao enfatizar as condições de financiamento das contas externas e apresentar possíveis riscos, desafios e alternativas para o país. O capítulo está organizado em quatro seções, além desta breve introdução. A primeira seção

* Trabalho elaborado com informações disponíveis até a primeira semana de setembro de 2011.

** Os autores agradecem os comentários e sugestões de colegas de diversas instituições, tais como Aristides Monteiro Neto, Dante Ricardo Chianamea, Jean Toledo de Freitas, Rafael Fagundes Cagnin e Wladeciro Camillo Menegassi. Agradecem também aos colegas da Diretoria de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte), em particular, André Gustavo de Miranda Pineli Alves, Daniela Freddo, Eduardo Costa Pinto, Flávio Lyrio Carneiro, Manoel José Forero Gonzalez, Rodrigo Alves Teixeira e Walter Antonio Desidera.

1. Ver capítulo 16 – *Perfil do financiamento estatal no Brasil: a injustiça tributária*, nesta publicação. Ver também Fundap (2011e).

apresenta, resumidamente, as características predominantes dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento. A segunda seção delinea as principais tendências das contas externas brasileiras entre 2003 e 2010, explicitando o desempenho da balança comercial, da conta-corrente e das diferentes modalidades de fluxos financeiros. A terceira seção discute os estoques de ativos e passivos externos acumulados durante o período. A quarta seção tece alguns comentários sobre os principais desafios e opções de políticas diante do contexto externo de abundância de capitais, elevadas cotações das *commodities* produzidas e exportadas pelo país e perspectivas de investimentos em petróleo e infraestrutura.

2 OS FLUXOS DE CAPITAIS E A GESTÃO DA CONTA FINANCEIRA PELOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

Os principais determinantes dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento têm sido os chamados fatores externos (*push factors*), sobretudo, as condições monetárias nos países desenvolvidos, em especial, no país emissor da divisa-chave, os Estados Unidos. A expansão da liquidez internacional e a redução da aversão ao risco dos investidores globais condicionam a dinâmica do “dinheiro em busca de retorno” (*money chasing yields*). Todavia, distintos fatores internos aos países em desenvolvimento (*pull factors*) também fomentam e condicionam os ingressos de recursos externos. O maior ou menor grau de abertura financeira, o diferencial entre os juros internos e externos, mas também a queda do risco relativo dos ativos emitidos por empresas, bancos e governos dos países em desenvolvimento, impulsionam os fluxos de capitais. O dinamismo econômico – maiores taxas de crescimento do produto interno bruto (PIB) nos países em desenvolvimento do que nos países desenvolvidos – provoca ainda expectativas de valorização dos ativos e de apreciação cambial,² estimulando empréstimos, emissões de dívidas, investimentos nos mercados de capitais domésticos (ações e títulos da dívida pública) e de derivativos. Provoca também a ampliação dos fluxos de investimento direto externo.

Na década de 2000, a tendência de alta nas cotações das *commodities* exportadas pelos países em desenvolvimento melhorou os resultados das transações correntes e também favoreceu a atração de capitais externos. Os preços das *commodities* têm sido pressionados por diversos fatores interligados, tais como o acelerado processo de crescimento e urbanização da população mundial; a elevação da renda nos países em desenvolvimento; choques de oferta de origem climática, que afetam as cotações das *commodities* alimentícias; o uso de cereais e oleaginosas para a produção de biocombustíveis; e a especulação nos mercados futuros em um ambiente de abundante liquidez no mercado internacional.³ Nesse período, as operações de *carry trade*⁴ também ganharam força, inicialmente, ancoradas em empréstimos em iene, com

2. Exceto em países com taxas de câmbio fixa ou com controles estritos sobre os fluxos de capitais, tais como Hong Kong e China.

3. Para uma discussão sobre os mercados de derivativos de *commodities*, ver, entre outros, Unctad (2011), Prates (2011), Mayer (2010), Shulmeister (2009) e Unctad (2008). Para os impactos nos preços dos alimentos, ver, Thomaz e Carvalho (2011) e Belluzzo (2011b).

4. As operações de *carry trade* consistem em tomar empréstimos em moedas que apresentam taxas de juros baixas e aplicar estes recursos em moedas com elevadas taxas de juros. Para uma discussão detalhada destas operações, ver, entre outros, Rossi (2010).

taxas de juros próximas de zero (divisa privilegiada de *funding* antes da crise sistêmica de 2008); posteriormente, o euro e o dólar também passaram a ser fonte de recursos para estas transações.

A retração dos fluxos de capitais para as economias em desenvolvimento que se seguiu à crise sistêmica desencadeada pela falência do banco de investimento Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008, foi relativamente efêmera (PRATES e CINTRA, 2011). No final do primeiro trimestre de 2009, os capitais voltaram a fluir para essas economias em busca de rendimentos em um contexto de taxas de juros próximas de zero nos países desenvolvidos e expansão da liquidez nos mercados financeiros internacionais. As políticas monetárias e fiscais anticíclicas nos países desenvolvidos e em desenvolvimento conseguiram conter a Grande Recessão e deram origem ao quarto ciclo de liquidez internacional desde o colapso do regime de Bretton Woods entre 1971-1973. Os três primeiros ciclos ocorreram: *i*) em meados da década de 1970, com a fase altista se revertendo com a crise da dívida externa de 1981-1982, período em que os bancos internacionais eram as principais fontes de crédito para os países em desenvolvimento, com taxas de juros flutuantes; *ii*) na década de 1990, cuja fase baixista se estendeu da crise dos países asiáticos até meados de 2002, quando assumem relevância crescente as operações dos investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de investimento, *hedge funds*, fundos *private equity*, fundos soberanos etc.); e *iii*) entre 2003-2008, com seu auge em 2007-2008 e sua fase de baixa durante o último trimestre de 2008 e o primeiro de 2009.⁵

No início do quarto ciclo, o retorno dos fluxos foi seletivo, beneficiando, sobretudo, economias asiáticas e latino-americanas com melhores contas externas e fiscais e que superaram rapidamente o efeito-contágio da crise (devido à menor dependência das exportações como fonte de demanda e/ou às políticas anticíclicas adotadas, caso do Brasil⁶ e da Índia). Nas economias do Leste Europeu e da Comunidade dos Estados Independentes, que haviam sido as mais atingidas por esse efeito devido à maior vulnerabilidade externa, as condições de custo e de acesso continuaram menos favoráveis.

A partir do segundo semestre de 2009, com a queda adicional da aversão ao risco propiciada pelas condições mais favoráveis nos mercados financeiros globais, o movimento ganhou impulso e, ao longo de 2010, se generalizou, passando a envolver, de forma praticamente indiscriminada, o conjunto das divisas e ativos dos países em desenvolvimento, inclusive aqueles com maior fragilidade externa e fiscal, ou seja, os piores “fundamentos”. A seletividade foi substituída pela não diferenciação dos riscos (comum nas fases altistas dos ciclos anteriores) associada, mais uma vez, a impulsos adicionais originados nos países desenvolvidos: a crise da dívida soberana dos países-membros do euro (que beneficiou os ativos emergentes ao elevar o risco de um grupo de países desenvolvidos) e, principalmente,

5. Para uma discussão detalhada destes ciclos, ver Akyüz (2011). O autor salienta os movimentos de “parada súbita” (*sudden stop*) – abrupta mudança de rumos dos capitais voláteis (*hot money*) – nos respectivos processos de endividamento dos países em desenvolvimento. Sobre o quarto ciclo, Akyüz (2011) sugere que, independentemente das razões imediatas da reversão do movimento de capitais, “é certo que isso coincidirá com uma queda no preço das *commodities*”. Assim sendo, os mais prejudicados serão os países que abusaram do duplo benefício: a valorização dos produtos primários e a invasão dos capitais externos. Ver também Akyüz (2009).

6. Para uma discussão das medidas anticíclicas implementadas pelo governo brasileiro, ver, entre outros, Barbosa e Souza (2010), Barbosa (2010), Chianamea, Calixtre e Cintra (2010) e Araujo e Cintra (2010).

a segunda rodada da política de “afrouxamento quantitativo” (*quantitative easing 2*, QE2) do Federal Reserve a partir de novembro de 2010.⁷ Seguramente, a conjuntura macroeconômica nas economias em desenvolvimento – retomada do crescimento, preços das *commodities* em alta, aceleração de projetos de investimento em estruturas produtivas e em infraestrutura, expansão da renda das classes médias etc. – também fomentou o ciclo de capitais (CANUTO e GIUGALE, 2010).

No início de 2010, os bancos centrais de diversos países em desenvolvimento (inclusive o Brasil) começaram a elevar suas taxas de juros básicas em resposta às pressões inflacionárias decorrentes do aquecimento da atividade econômica e da alta dos preços das *commodities* (como sugerido, provenientes da especulação nos mercados futuros fomentada pelas condições monetárias lassas, da retomada da economia mundial sob liderança da China e de choques de oferta). Começaram também a introduzir medidas macroprudenciais, destinadas a conter o ritmo de expansão do crédito doméstico pelos sistemas financeiros nacionais e a crescente conexão com o sistema financeiro internacional (amplo espectro de instrumentos de controle da conta financeira). As restrições aos fluxos de capitais procuravam conter também a trajetória de apreciação das taxas de câmbio, dados os impactos na competitividade das exportações.

Em suma, com a adoção das políticas anticíclicas e o apoio dos sistemas financeiros domésticos, as economias em desenvolvimento puderam rapidamente retomar uma trajetória de crescimento econômico, impulsionando a recuperação da economia mundial em duas velocidades.⁸ Após registrar taxas de crescimento acima de 6%, entre 2003 e 2008, os países em desenvolvimento apresentaram expansão de 7,3%, em 2010, sob a liderança da Ásia em desenvolvimento, segundo o FMI (2011d) (tabela A.1, apêndice A). Os países desenvolvidos, por sua vez, registraram taxa de crescimento média de 2,3%, entre 2003 e 2008, e 3% em 2010.

Nesse contexto, os ganhos esperados das operações de *carry trade* aumentaram ainda mais, tanto devido ao maior diferencial de juros como às expectativas de apreciação cambial.⁹ No primeiro semestre de 2011, essas operações também foram estimuladas pela depreciação do dólar em relação ao euro (associada às expectativas de elevação da taxa de juros básica pelo Banco Central Europeu devido à alta da inflação acima da meta de 2% a. a.).

As informações do Institute of International Finance (IIF, 2011) revelam a importância dos fluxos de capitais estritamente financeiros (excluindo os investimentos diretos externos) e, sobretudo, daqueles atraídos pelo diferencial de juros no *boom* recente. Reorganizando as

7. Essa intervenção monetária ficou conhecida como “afrouxamento quantitativo 2”, para distingui-la da implementada durante 2009, e tinha como objetivo combater uma eventual espiral deflacionista, prover liquidez ao sistema e aumentar a quantidade de dinheiro em circulação. Para uma discussão das políticas macroeconômicas dos países desenvolvidos, após a crise sistêmica, ver, entre outros, Farhi (2011).

8. Sobre os sistemas financeiros dos países em desenvolvimento, ver, entre outros, Economist (2010) e Cintra e Prates (2011). Sobre o sistema financeiro brasileiro, ver Freitas (2011a), Araujo e Cintra (2010), Cintra e Prates (2010) e Prates *et al.* (2009).

9. Conforme publicação do Ministério da Fazenda (Brasil, 2011, p. 97): “a participação da moeda brasileira nas transações em mercados futuros e opções ampliou-se em 2010, figurando-se nas primeiras posições quanto ao número de transações no mercado global de derivativos, segundo o Banco de Compensações Internacionais (BIS). O *carry return* (ou o excesso de retorno – é o retorno sobre o investimento em títulos de renda fixa descontado o custo dos empréstimos em moeda estrangeira) brasileiro chegou a 20,1% nos últimos 12 meses (acumulado em 12 meses até 1ª de fevereiro de 2010), decomposto em 10,9% de apreciação cambial e 9,2% de rendimentos sobre juros”.

informações (tabela A.2, apêndice A), apreende-se que esses fluxos responderam por mais de 50% do total em 2010, uma porcentagem acima da registrada no ciclo anterior.¹⁰ Os dados do Fundo Monetário Internacional, por sua vez, indicam a importância da recuperação do investimento estrangeiro direto (tabela A.1, apêndice A). Após atingir US\$ 439,6 bilhões em 2008, auge do ciclo, o fluxo de investimento estrangeiro direto alcançou US\$ 371,1 bilhões em 2010, e o FMI estima sua manutenção neste patamar nos próximos anos.

Os dados do FMI sugerem também a retomada do processo de obtenção de elevados superávits em conta-corrente pelo conjunto dos países em desenvolvimento (América Latina e Europa Central e Leste constituem as exceções), após a queda registrada em 2009 e 2010. Este movimento tem sido intenso nos países asiáticos, sob a liderança da China, e nos países do Oriente Médio e Norte da África, exportadores de petróleo. As reservas acumuladas com base nesses superávits (e nos fluxos de investimento externo direto) são mais apropriadas do que aquelas obtidas a partir do ingresso de fluxos de capitais voláteis (investimento de portfólio, empréstimos bancários e emissões de dívidas de curto prazo). De todo modo, as reservas dos países em desenvolvimento saltaram de US\$ 1,3 trilhão em 2003 para US\$ 6,5 trilhões em 2010, sendo que 73,5% deste montante são detidas pelos países asiáticos e exportadores de petróleo (tabela A.1, apêndice A).¹¹

Enfim, em um primeiro momento, o retorno desses fluxos possibilitou a reversão das depreciações cambiais registradas no período mais agudo da crise e a retomada das estratégias de acumulação de reservas, e relaxou as restrições externas ao crescimento nos países com déficit em transações correntes (CINTRA e PRATES, 2011; OLIVEIRA, 2011). Em um segundo momento, gerou desequilíbrios macroeconômicos e financeiros na maioria das economias receptoras, tais como expressiva apreciação das taxas de câmbio (com impactos deletérios sobre a competitividade das exportações), pressão fiscal, devido ao acúmulo de reservas (diferencial de juros), e bolhas nos mercados de crédito, de ativos e de moedas.

O Institute of International Finance projeta a continuidade da fase altista do ciclo entre 2011 e 2020. Fatores estruturais nas economias emergentes sustentariam os fluxos de capitais, tais como o maior potencial de crescimento, a estabilidade política, a adoção de políticas macroeconômicas saudáveis. Nesse contexto, o movimento de realocação dos portfólios em direção aos ativos emergentes (de forma a tornar sua participação equivalente à participação no produto global) teria continuidade. Mesma posição é sinalizada em World Bank (2011). Essas visões tendem a abstrair duas questões importantes e correlacionadas. Em primeiro lugar, a experiência histórica mostra que, em algum momento, o *boom* suscitado por fatores externos é sucedido por uma parada súbita (o chamado *sudden stop*) e pela reversão dos fluxos de capitais (ou seja, pelo *burst*). Assim como nos ciclos anteriores, o momento do *burst* é

10. Os autores agradecem aos professores André M. Biancarelli e Daniela M. Prates por estas observações.

11. Segundo os dados do Institute of International Finance (2011), as reservas internacionais dos países em desenvolvimento somavam US\$ 5,9 trilhões, e a dívida externa total, US\$ 4,8 trilhões. Salienta-se que são considerados apenas 30 países em desenvolvimento (ou países emergentes) na lista do Institute of International Finance, sendo 7 da Ásia, 8 da América Latina, 8 da Europa e 7 da África/Oriente Médio.

incerto, mas deverá ser desencadeado por um evento que eleve a aversão global ao risco.¹² Em segundo lugar, embora várias economias em desenvolvimento possuam uma situação macroeconômica mais favorável do que nos ciclos das décadas de 1970 e 1990 (inclusive em função do processo de aprendizado proporcionado pelas crises anteriores) e ofereçam oportunidades de investimento e de diversificação de risco devido às taxas de crescimento mais elevadas, continuam emissoras de divisas inconvertíveis. Estas divisas, por não desempenharem nenhuma das funções da moeda em âmbito internacional, são os primeiros alvos dos movimentos de “fuga para qualidade” (*flight to quality* – vale dizer, títulos do Tesouro americano) dos investidores globais numa ordem internacional hierárquica e assimétrica (como ficou evidente após a falência do banco de investimento Lehman Brothers), que resultam em abruptas desvalorizações das taxas de câmbio, com impactos negativos sobre a situação financeira dos agentes domésticos (com dívidas em moeda estrangeira), a atividade econômica e o emprego.

Neste contexto de ampla liquidez internacional, o FMI divulgou diversos documentos sobre a gestão dos fluxos de capitais pelos países em desenvolvimento, recomendando o uso de controles sobre a conta financeira, após o esgotamento das diversas opções de política macroeconômica.¹³ Os dilemas enfrentados por esses países no *boom* recente (resumidos acima) revelaram, mais uma vez, a capacidade limitada das políticas macroeconômicas convencionais de evitar os efeitos indesejáveis de elevados fluxos de recursos de curto prazo em um ambiente de ampla mobilidade de capitais. Resta aos países emergentes recorrerem a soluções domésticas, reforçando as linhas de defesa contra os efeitos instabilizadores da abundância de capitais internacionais. O governo brasileiro tem caminhado nesta direção, inclusive com medidas de contenção das operações nos mercados de derivativos cambiais (mercado futuro de câmbio na BM&FBovespa).¹⁴

Em suma, a partir dessas experiências dos países em desenvolvimento, delineia-se um conjunto de políticas macroeconômicas – cambial, monetária e fiscal –, para manter taxas de crescimento do produto, da renda e do emprego, a higidez das contas externas e a prevenção de choques externos reais e financeiros. Esta configuração das políticas macroeconômicas pode ser *estilizada*, a despeito da grande diversidade de instrumentos e da heterogeneidade das economias em desenvolvimento, da seguinte forma:

- 1) um regime de taxa de câmbio flutuante administrado, que combina a flexibilidade da taxa de câmbio com intervenções discricionárias das autoridades monetárias no mercado cambial;

12. Incertezas sobre o refinanciamento das dívidas soberanas na zona do euro e o rebaixamento do *rating* dos títulos da dívida pública americana pela agência de classificação de risco Standard & Poor's desencadearam outro momento de pânico nos mercados financeiros internacionais, no final de julho e agosto de 2011.

13. Cf. Ostry *et al.* (2010, p.11, grifos dos autores): “a lógica preconiza que controles, corretamente idealizados, sobre os *fluxos de entradas de capitais* poderiam atuar como complementos úteis em alguns casos, sobretudo frente a incrementos súbitos de afluxos”. Ver também Eyzaguirre *et al.* (2011), Pradhan *et al.* (2011) e FMI (2011).

14. BM&FBovespa, companhia de capital brasileiro formada, em 2008, a partir da integração das operações da Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias & Futuros. Constitui a principal instituição de intermediação para operações do mercado de capitais e a única bolsa de valores, mercadorias e futuros em operação no país.

- 2) a preservação de uma tendência competitiva da taxa de câmbio real, procurando evitar sobrevalorização cambial no curto prazo;
- 3) um superávit como tendência e/ou déficits transitórios moderados na conta-corrente do balanço de pagamentos;
- 4) a acumulação de consideráveis volumes de reservas internacionais;
- 5) uma política monetária ativa, facilitada pela esterilização das intervenções oficiais no mercado de câmbio, e uma efetiva coordenação com a política fiscal de curto prazo;
- 6) uma tendência “equilibrada” das contas fiscais e déficits fiscais moderados – esta orientação para a política fiscal possibilita a implementação de políticas fiscais anticíclicas no curto prazo (controle da demanda agregada e da inflação nas fases de auge e estímulos fiscais nas fases recessivas) e prevenção de montantes expressivos de dívidas públicas (interna e externa);
- 7) a introdução de instrumentos de regulação e supervisão dos sistemas financeiros domésticos, sobretudo, procurando conter a excessiva exposição ao risco cambial, incluindo posições nos mercados de derivativos de câmbio;
- 8) a introdução de mecanismos de gestão da conta de capitais (*capital flow management measures*) para lograr simultaneamente o regime de taxa de câmbio flutuante administrado e a política monetária ativa, em contextos de abundância de recursos externos (FRENKEL, 2011; OCAMPO, 2011; EYZAGUIRRE *et al.*, 2011).

3 UM PANORAMA DAS CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS ENTRE 2003-2010

Nesse contexto de crescimento econômico mundial, alta nas cotações das *commodities* e ampla liquidez dos mercados financeiros internacionais, as contas externas brasileiras apresentaram um desempenho extraordinário, com resultado positivo no balanço de pagamento durante todo o período 2003-2010 (tabela 1), permitindo saldar os empréstimos com o FMI, reduzir o endividamento público externo e acumular reservas. Salienta-se que, no período analisado, as relações entre os mercados internos (bens, serviços e capitais) e externos se aprofundaram e se tornaram cada vez mais complexas. As importações tornaram-se mais importantes para as corporações brasileiras, forçando-as a realizar operações de proteção contra a flutuação da taxa de câmbio. Também os exportadores, principalmente no setor de produtos primários, demandaram mecanismos de proteção contra as flutuações nos mercados futuros desses produtos (sobretudo nos mercados externos),¹⁵ além dos habituais mecanismos de crédito ao comércio exterior. Simultaneamente, os vínculos com os investidores estrangeiros – fundos de investimento, fundos soberanos, fundos de *private equity*, *hedge funds*, fundos de pensão, companhias de seguro, bancos comerciais, corporações etc. – e com diversos instrumentos – bônus, *commercial papers*, empréstimos, capitais de risco, derivativos etc. – se estreitaram fortemente (BCB, 2009).

15. Para uma discussão sobre a abertura financeira brasileira, ver, entre outros, Prates (2006).

Com a desvalorização da taxa de câmbio em 2002,¹⁶ diante da ameaça da eleição do candidato do Partido dos Trabalhadores, e a recuperação da economia mundial, as exportações brasileiras praticamente duplicaram, saltando de US\$ 73 bilhões em 2003, para US\$ 138 bilhões em 2006, no primeiro governo do presidente Luiz Inácio Lula da Silva (tabela 1). No segundo governo, as exportações continuaram a se expandir, atingindo o valor recorde de US\$ 202 bilhões, em 2010, e ultrapassando o montante de US\$ 198 bilhões, alcançado em 2008. A significativa taxa de crescimento das exportações no segundo período foi sustentada, em grande medida, pela alta dos preços das *commodities* produzidas e exportadas pelo país.

As importações também apresentaram expansão, aprofundando a integração de algumas cadeias de produção – sobretudo a de peças e componentes e a de bens de capital –, fomentando a modernização do parque produtivo: saltaram de US\$ 48,3 bilhões, em 2003, para US\$ 182 bilhões, em 2010, um crescimento de 376%. Assim, a balança comercial, após um superávit notável de US\$ 46,5 bilhões, em 2006, manteve o saldo positivo, mas declinante, atingindo US\$ 20,3 bilhões, em 2010, o menor do período. A piora no desempenho da balança comercial se deveu à expansão da demanda interna e à excessiva valorização da moeda doméstica, resultando em descompasso entre o ritmo de crescimento das importações e das exportações. Ademais, as exportações brasileiras de manufaturados enfrentaram o acirramento da concorrência externa, em um cenário de fraco dinamismo do comércio internacional.¹⁷

TABELA 1
Balança de pagamentos, contas selecionadas (2003-2010)
(Em US\$ milhões)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Transações correntes	4.177	11.679	13.985	13.643	1.551	-28.192	-24.302	-47.518
<i>Balança comercial (FOB)</i>	24.794	33.641	44.703	46.457	40.032	24.836	25.290	20.267
Exportação de bens	73.084	96.475	118.308	137.807	160.649	197.942	152.995	201.915
Importação de bens	-48.290	-62.835	-73.606	-91.351	-120.617	-173.107	-127.705	-181.649
<i>Serviços e rendas</i>	-23.483	-25.198	-34.276	-37.120	-42.510	-57.252	-52.930	-70.630
Serviços	-4.931	-4.678	-8.309	-9.640	-13.219	-16.690	-19.245	-31.071
Transportes	-1.590	-1.986	-1.950	-3.126	-4.384	-4.994	-3.926	-6.404
Viagens internacionais	218	351	-858	-1.448	-3.258	-5.177	-5.594	-10.503
Aluguel de equipamentos	-2.312	-2.166	-4.130	-4.887	-5.771	-7.808	-9.393	-13.683
Serviços empresariais, profissionais e técnicos	2.158	2.378	3.651	4.556	6.230	8.147	7.297	8.381

(Continua)

16. Sobre o comportamento e os determinantes da taxa de câmbio, ver, entre outros, Prates (2007a, 2007b, 2009), Farhi, Cintra e Cagnin (2011), Barbosa *et al.* (2010), Fundap (2011b) e Rossi (2011). Rossi (2011, p.1-2) defende a hipótese da “centralidade do mercado de derivativos na dinâmica cambial recente, onde se destaca o papel dos estrangeiros e investidores institucionais na formação de tendências no mercado de câmbio futuro, e dos bancos que transmitem essa pressão especulativa para o mercado à vista ao realizar ganhos de arbitragem”. O autor propõe “uma hierarquia entre os mercados de câmbio, onde o mercado futuro, impulsionado pelo mercado *offshore*, condiciona a formação de posições no mercado interbancário, assim como a liquidez no mercado à vista”.

17. Sobre a questão da balança comercial, ver capítulo 13 – *Cenários para a conta corrente do balanço de pagamentos brasileiro, 2011 – 2014*, nesta publicação. Ver também Castilho (2010), Teixeira (2011), Kume e Piani (2010 e 2011), Gordon e Gramkow (2011) e IEDI (2011). Este último realiza um estudo comparativo das exportações por intensidade tecnológica e a dinâmica da produção industrial. Os diversos estudos salientam que: *i)* as exportações têm se concentrado em setores intensivos em recursos naturais; *ii)* setores intensivos em mão de obra vêm perdendo espaço nas exportações, ganhando participação nas importações; e *iii)* setores mais sofisticados, com elevado conteúdo tecnológico, também vêm ampliando participação nas importações. Para discussões comparativas, ver Baumann e Ng (2010) e Baumann (2011).

(Continuação)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Rendas	-18.552	-20.520	-25.967	-27.480	-29.291	-40.562	-33.684	-39.558
Renda de investimentos	-18.661	-20.701	-26.181	-27.657	-29.740	-41.107	-34.287	-40.057
Renda de investimen- to direto	-5.098	-5.789	-10.302	-12.826	-17.489	-26.775	-19.742	-25.504
Renda de investimen- to em carteira	-8.743	-10.415	-11.778	-11.028	-7.065	-8.039	-9.213	-10.072
Renda de outros investimentos (juros)	-4.820	-4.497	-4.101	-3.803	-5.185	-6.293	-5.332	-4.481
<i>Transferências unilaterais correntes</i>	2.867	3.236	3.558	4.306	4.029	4.224	3.338	2.845
Conta capital e financeira	5.111	-7.523	-9.464	16.299	89.086	29.352	71.301	100.102
Resultado do balanço	8.496	2.244	4.319	30.569	87.484	2.969	46.651	49.101
Haveres da autoridade monetária (=aumento)	-8.496	-2.244	-4.319	-30.569	-87.484	-2.969	-46.651	-49.101

Fonte: BCB (s.d.)a.

Elaboração dos autores.

Na subconta “serviços e rendas”, o déficit foi crescentemente ampliado de US\$ 23,5 bilhões em 2003 para US\$ 70,6 bilhões em 2010, decorrente do resultado negativo em “rendas” – que mais do que duplicou, saltando de US\$ 18,6 bilhões para US\$ 39,6 bilhões –, bem como do expressivo crescimento do déficit em “serviços”, que passou de US\$ 4,9 bilhões em 2003 para US\$ 31 bilhões em 2010, segundo os dados divulgados pelo Banco Central do Brasil (BCB). O resultado negativo na rubrica “rendas” decorreu do desempenho das “rendas de investimento”, refletindo, em grande medida, uma característica estrutural da economia brasileira, qual seja, o crescente grau de internacionalização produtiva e financeira. As transferências de rendas de investimento direto – remessa de lucros e dividendos das empresas instaladas no Brasil com sede no exterior – foram ampliadas de US\$ 5 bilhões para US\$ 25,5 bilhões, no mesmo período, um avanço de 500%; as transferência de rendas de investimento em carteira – lucros e dividendos – oscilaram entre US\$ 7 bilhões e US\$ 11,8 bilhões; as transferências de renda de outros investimentos (juros) permaneceram relativamente estáveis, em torno de US\$ 4,5 bilhões, com exceção de 2008, quando registraram um déficit de US\$ 6,3 bilhões (tabela 1).

Por sua vez, o déficit na conta “serviços” tendeu a refletir o comportamento do ciclo econômico doméstico e a evolução favorável da renda interna. O aquecimento da economia doméstica, associado à tendência de apreciação cambial e à expansão dos investimentos impulsionou a alta dos gastos com aluguel de equipamentos (de US\$ 2,3 bilhões, em 2003, para US\$ 13,7 bilhões em 2010) e transportes (de US\$ 1,6 bilhão para US\$ 6,4 bilhões, no mesmo período). A expansão da renda interna acompanhada pela tendência de valorização da taxa de câmbio estimulou as “viagens internacionais”. Nesta última rubrica, o resultado partiu de um superávit de US\$ 218 milhões, em 2003, para um déficit de US\$ 10,5 bilhões em 2010. Destaca-se o aumento expressivo das compras com cartão de crédito, a despeito da alíquota de 2,38% do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre compras realizadas no exterior com cartões de crédito.¹⁸ A conta “serviços empresariais, profissionais e técnicos”

18. Decreto Presidencial nº 7.454, 28 de março de 2011, elevou o IOF sobre compras no exterior com cartão de crédito de 2,38% para 6,38%. Salienta-se que essas medidas estiveram mais relacionadas com a contenção do déficit em conta-corrente do que com a apreciação cambial (box 2).

registrou superávit em todo o período, saltando de US\$ 2,2 bilhões, em 2003, para US\$ 8,4 bilhões em 2010. Processo semelhante ocorreu com as “transferências unilaterais correntes” – remessas de trabalhadores brasileiros no exterior –, que, entre 2006-2008, registraram superávits acima de US\$ 4 bilhões (tabela 1). Estes resultados, no entanto, foram insuficientes para enfrentar os gastos crescentes em serviços e rendas.

Diante disso, as transações correntes apresentaram superávits crescentes, durante o primeiro governo do presidente Luiz Inácio Lula da Silva, atingindo US\$ 13,8 bilhões entre 2005 e 2006. Todavia, com a renitente tendência de valorização cambial, pressões sobre as exportações de produtos manufaturados e ampliação dos gastos em serviços e rendas, o resultado das transações correntes saltou rapidamente para um déficit de US\$ 28,2 bilhões em 2008, e US\$ 47,5 bilhões em 2010 (tabela 1). Este déficit tornou-se preocupante não somente por sua dimensão (quase duplica entre 2009 e 2010), mas também pela mudança na sua composição. Após a crise financeira sistêmica, a deterioração do saldo em transações correntes ocorreu de forma mais intensa e acelerada com a redução do saldo positivo da balança comercial (-19,9% entre 2009 e 2010), aliada ao expressivo aumento do déficit da conta de “serviços e rendas” (+133,4% entre 2009 e 2010), em face da expansão das remessas de lucros e dividendos (IED) e viagens internacionais.

Enfim, podem ser apontados três determinantes para esse movimento. Em primeiro lugar, o elevado ritmo de crescimento do Brasil, em uma conjuntura de fraco dinamismo da economia global (particularmente nos países desenvolvidos), que se traduz em elevação das importações de bens e serviços e em redução dos excedentes exportáveis (sobretudo de origem manufatureira). Nesse contexto, os bons resultados operacionais das filiais de multinacionais instaladas no Brasil, em contraste com as dificuldades enfrentadas por boa parte das suas matrizes, também incentivam a remessa de lucros e dividendos. Em segundo lugar, a perda de dinamismo do comércio internacional não apenas enfraquece as vendas externas do país, mas também incentiva um acirramento da disputa por mercados, notadamente por parte da China e demais países asiáticos (THORSTENSEN, MARÇAL e FERRAZ, 2011). Isto apesar da diversificação de destinos das exportações brasileiras – com ganho de participação em mercados mais dinâmicos – e da manutenção em patamares elevados dos preços das *commodities* (cada vez mais essenciais para o saldo comercial). Em terceiro lugar, a acentuada trajetória de apreciação da taxa de câmbio em termos reais enfraquece a competitividade e altera a estrutura produtiva e a pauta exportadora do país (PINTO, ACIOLY e CINTRA, 2011).

Todavia, o elevado déficit nas transações correntes não enfrentou dificuldades de financiamento externo, dado o ambiente de abundante liquidez internacional, com exceção de um breve interregno entre o quarto trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009, quando se contraíram os fluxos de capitais para a economia brasileira em face da crise sistêmica internacional, agravada pela revelação de grandes exposições de empresas e bancos domésticos em operações de derivativos cambiais, altamente alavancadas.¹⁹ No período mais recente, predominaram a política de afrouxamento quantitativo do Federal Reserve, as taxas de juros próximas de zero nos países desenvolvidos e a crise da dívida soberana dos países da Zona do Euro. Este ambiente externo contribuiu para tornar a economia brasileira um dos principais destinos dos fluxos de

19. Para mais informações, ver Farhi e Borghi (2009), Freitas (2009), Prates *et al.* (2009), Mesquita e Torós (2010) e Cintra e Prates (2011).

capitais em busca de valorização financeira, atraídos pelo elevado diferencial de juros (interno e externo) e pelas perspectivas de ganhos de capital em ações de empresas brasileiras, sobretudo aquelas produtoras de *commodities* e/ou de setores voltados para o mercado interno (tais como comércio varejista, construção civil e sistema financeiro). Adicionalmente, os altos preços das *commodities* exportadas pelo país e o dinamismo desse mercado estimularam a entrada de fluxos de investimento estrangeiro direto (IED).

Como mostrado, o balanço de pagamentos foi superavitário em todo o período analisado, registrando valores expressivos em alguns anos, tais como US\$ 87,5 bilhões em 2007, US\$ 46,6 bilhões em 2009, e US\$ 49,1 bilhões em 2010, segundo os dados divulgados pelo BCB (tabela 1). Este resultado favorável do conjunto das contas externas brasileiras deveu-se, fundamentalmente, ao desempenho excepcional da conta financeira. Após registrar déficits de US\$ 7,9 bilhões em 2004, e US\$ 10,1 bilhões em 2005,²⁰ a conta financeira passou a apresentar superávits recordes de US\$ 88,3 bilhões em 2007, US\$ 70,2 bilhões em 2009, e US\$ 99 bilhões em 2010, montantes mais do que suficientes para financiar os déficits nas transações correntes (tabela 2).

Em alguns anos, o ingresso de capitais estrangeiros – proveniente das três principais modalidades de recursos externos – atingiu volumes extraordinários: US\$ 114,4 bilhões em 2007, e US\$ 165,4 bilhões em 2010 (tabela 2). O ano de 2005 foi a exceção – registrou um déficit de US\$ 764 milhões. O investimento estrangeiro direto (IED) foi crescente em todo o período, saltando de US\$ 10,1 bilhões, em 2003, para US\$ 48,5 bilhões, em 2010. O investimento estrangeiro de portfólio, por sua própria natureza, foi bastante errático. Registrou saída de US\$ 4 bilhões em 2004, entrada de US\$ 48,1 bilhões em 2007, saída de US\$ 767 milhões em 2008; e entrada de US\$ 46,2 bilhões em 2009, e de US\$ 67,8 bilhões em 2010. A rubrica “outros investimentos estrangeiros”, que inclui crédito comercial, empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo, também apresentou grandes oscilações: saída de US\$ 32 bilhões nos três primeiros anos, incluindo o pagamento dos empréstimos do FMI (US\$ 23,4 bilhões); entrada crescente de US\$ 24,1 bilhões em 2006, e US\$ 31,7 bilhões em 2007; retração no período da crise financeira internacional; e, novamente, um volume recorde de US\$ 49,2 bilhões em 2010. As duas últimas modalidades, que constituem fluxos de natureza estritamente financeira, responderam por cerca de 70% dos ingressos nos anos mais favoráveis (2007, 2009 e 2010), revelando a preponderância destes fluxos nos períodos de abundância de liquidez internacional. Contrariamente, em 2008, as entradas de investimento estrangeiro direto predominaram sobre os fluxos financeiros em função do efeito-contágio da crise financeira global, que resultou em saída líquida de investimentos estrangeiros de portfólio e em forte contração do superávit nos “outros investimentos estrangeiros”.

Salienta-se que o investimento estrangeiro direto foi maior do que o déficit em transações correntes, entre 2008 e 2010, levando alguns autores a sugerir a ausência de problema no financiamento do desequilíbrio externo. Todavia, se considerar o investimento estrangeiro direto líquido (descontado das remessas de lucros e dividendos), sua capacidade de financiar o

20. Salienta-se que, nestes dois anos, o superávit da balança comercial auxiliou no financiamento do balanço de pagamentos. Pode-se, então, levantar a hipótese de que os superávits comerciais crescentes entre 2001-2006 desencadearam uma mudança na percepção dos agentes, sobretudo, financeiros, sobre a capacidade de geração de dívidas pela economia brasileira.

déficit em transações correntes diminui. Vale dizer, o déficit em conta-corrente torna-se mais dependente de fontes de financiamento voláteis e/ou procíclicas.

TABELA 2
Balança de pagamentos, contas selecionadas (2003-2010)
(Em US\$ milhões)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Transações correntes	4.177	11.679	13.985	13.643	1.551	-28.192	-24.302	-47.518
Balança comercial (FOB)	24.794	33.641	44.703	46.457	40.032	24.836	25.290	20.267
Serviços e rendas	-23.483	-25.198	-34.276	-37.120	-42.510	-57.252	-52.930	-70.630
Serviços	-4.931	-4.678	-8.309	-9.640	-13.219	-16.690	-19.245	-31.071
Rendas	-18.552	-20.520	-25.967	-27.480	-29.291	-40.562	-33.684	-39.558
Transferências unilaterais correntes	2.867	3.236	3.558	4.306	4.029	4.224	3.338	2.845
Conta capital e financeira	5.111	-7.523	-9.464	16.299	89.086	29.352	71.301	100.102
Conta capital	498	372	663	869	756	1.055	1.129	1.119
Conta financeira	4.613	-7.895	-10.127	15.430	88.330	28.297	70.172	98.983
Investimento estrangeiro	14.587	5.429	-764	52.001	114.372	52.435	86.183	165.423
Investimento estrangeiro direto	10.144	18.146	15.066	18.822	34.585	45.058	25.949	48.462
Participação no capital	9.320	18.570	15.045	15.373	26.074	30.064	19.906	40.141
Empréstimo intercompanhia	823	-424	21	3.450	8.510	14.994	6.042	8.321
Investimento estrangeiro em carteira	5.129	-3.996	6.655	9.076	48.104	-767	46.159	67.795
Ações de companhias brasileiras	2.973	2.081	6.451	7.716	26.217	-7.565	37.071	37.684
Negociadas no país	2.094	1.236	5.421	5.859	24.613	-10.850	32.097	30.582
Negociadas no exterior (<i>depository receipts</i>)	878	845	1.030	1.857	1.604	3.285	4.974	7.103
Títulos de renda fixa LP e CP	2.156	-6.076	204	1.360	21.887	6.798	9.087	30.111
Negociados no país LP e CP (líquido)	272	101	689	11.042	20.482	15.289	10.077	14.588
Negociados no exterior LP e CP (líquido)	1.884	-6.178	-485	-9.682	1.405	-8.491	-989	15.523
Outros investimentos estrangeiros (líquido)	-686	-8.721	-22.486	24.104	31.683	8.143	14.076	49.166
Crédito comercial – fornecedores LP e CP	236	1.181	3.585	12.789	17.371	4.462	4.100	7.311
Crédito comercial – fornecedores LP	-959	-1.387	-941	-841	133	496	-1.045	-498
Crédito comercial – fornecedores CP (líquido)	1.195	2.568	4.526	13.630	17.238	3.966	5.145	7.808
Empréstimos e financiamentos LP e CP	-1.549	-10.421	-26.753	9.851	13.694	5.172	4.926	40.772
Autoridade monetária	4.645	-4.494	-23.402	-138	-138	0	0	-4
Demais setores LP e CP	-6.194	-5.927	-3.351	9.990	13.832	5.172	4.926	40.776
Empréstimos e financiamentos - demais setores LP	-4.751	-4.743	-2.291	10.505	64	13.321	7.175	19.111
Empréstimos e financiamentos. – demais setores CP (líquido)	-1.443	-1.184	-1.059	-516	13.768	-8.148	-2.249	21.665
Moeda e depósito (líquido)	625	517	567	1.458	607	-1.495	1.092	1.081
Investimento brasileiro no exterior	-9.823	-12.647	-9.322	-36.612	-25.332	-23.826	-16.167	-66.327
Investimento brasileiro direto	-249	-9.807	-2.517	-28.202	-7.067	-20.457	10.084	-11.500
Participação no capital	-62	-6.640	-2.695	-23.413	-10.091	-13.859	-4.545	-26.763
Empréstimo intercompanhia	-187	-3.167	178	-4.789	3.025	-6.598	14.629	15.263
Investimento brasileiro em carteira	179	-755	-1.771	6	286	1.900	4.125	-3.337
Ações de companhias estrangeiras	-258	-121	-831	-915	-1.413	257	2.582	6.211
Títulos de renda fixa LP e CP	437	-633	-940	921	1.699	1.643	1.542	-9.548
Outros investimentos brasileiros	-9.752	-2.085	-5.035	-8.416	-18.552	-5.269	-30.376	-51.490
Empréstimo e financiamento LP e CP	-811	-1.489	-1.840	-5.015	-1.773	-4.818	-25.299	-45.418
Empréstimo e financiamento CP (líquido)	-145	-272	32	-35	-183	219	-25.168	-45.388
Moeda e depósito (líquido)	-8.579	-668	-2.930	-2.743	-16.112	-2.232	-4.966	-4.951
Investimento direto (líquido)	9.894	8.339	12.550	-9.380	27.518	24.601	36.033	36.962

(Continua)

(Continuação)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Investimento em carteira (líquido)	5,308	-4.750	4,885	9,081	48,390	1,133	50,283	64,458
Outros investimentos (líquido)	-10,438	-10,806	-27,521	15,688	13,131	2,875	-16,300	-2,324
Derivativos (líquido)	-151	-677	-40	41	-710	-312	156	-112

Fonte: BCB (s.d.)a.
Elaboração dos autores.

Nos momentos de abundância de fluxos de ingresso de recursos, o diferencial entre os juros externos e internos exerce influência decisiva enquanto fator atrativo. Este diferencial – medido pela meta da taxa de juros básica (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia – Selic), menos o risco-país (*emerging markets bond index* – EMBI+ ou *credit default swaps* – CDS)²¹ e menos a *federal funds rate* – estimulou o ingresso de fluxos financeiros em busca de ganhos de arbitragem sob três formas: *i*) aplicações em títulos de renda fixa no país (sobretudo títulos públicos), que somaram US\$ 20,5 bilhões, em 2007, caindo para US\$ 10 bilhões, em 2009, e US\$ 14,6 bilhões, em 2010, com o aumento do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), em outubro de 2010 (box 2); *ii*) colocações de títulos de renda fixa no exterior, que atingiram US\$ 15,5 bilhões em 2010, recorde da presente década, dos quais cerca de 35% em papéis de curto prazo (US\$ 5,4 bilhões); *iii*) empréstimos e financiamentos, que totalizaram US\$ 13,7 bilhões, em 2007, e US\$ 40,8 bilhões, em 2010, dos quais 53% em operações de curto prazo (US\$ 21,6 bilhões) contratadas pelos bancos.

Enfatiza-se que, no caso das operações de médio e longo prazo (títulos ou crédito bancário), a retomada dos investimentos em um contexto de aceleração do crescimento econômico doméstico também estimulou a captação de recursos externos como fonte de *funding* em condições de prazo e custo mais favoráveis do que as linhas privadas de crédito disponíveis no mercado doméstico.²²

Ainda sobre as fontes de financiamento externo, destaca-se que o crédito comercial, após registrar um volume expressivo de US\$ 17,4 bilhões, em 2007, caiu significativamente nos anos seguintes. Este resultado se deve à disponibilidade de linhas de financiamento do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) em condições favoráveis no âmbito do Programa de Desenvolvimento Produtivo e para o enfrentamento da crise financeira sistêmica (Programa de Sustentação do Investimento, prorrogado até dezembro de 2012).²³ No caso dos investimentos em ações, a capitalização da Petrobras respondeu por

21. Durante o período, houve uma redução progressiva do risco-país, medido pelo índice EMBI+ do JPMorgan/Chase; pelos *spreads* de *credit default swaps* para o Brasil; pelas notas atribuídas pelas agências de classificação de risco. Na tabela 3, pode-se observar que a percepção de risco de crédito do Brasil em 2010, medida pelo EMBI+, havia se reduzido para menos da metade, em relação a 2003. O mesmo ocorreu com os *spreads* de CDS. As principais agências de classificação de risco melhoraram as notas dos investimentos brasileiros entre 2008 e 2009.

22. A partir de setembro de 2010, após a elevação do IOF sobre os investimentos de portfólio em renda fixa no mercado doméstico (em outubro), a adoção das medidas macroprudenciais no mercado de crédito (em dezembro) e o anúncio da imposição do recolhimento compulsório sobre as posições vendidas dos bancos (em janeiro de 2011), instituições financeiras, empresas, mesmo exportadoras, passaram a recorrer aos diversos canais de endividamento externo (emissão de títulos no exterior, empréstimos bancários e crédito comercial) para realizar operações de *carry trade* e/ou obter *funding* externo (no caso dos bancos), procurando diferentes mecanismos para burlar as medidas implementadas, por meio de arbitragens regulatórias (Fundap, 2011c).

23. O BNDES recebeu empréstimos do Tesouro Nacional, no valor de R\$ 100 bilhões em 2009, R\$ 80 bilhões em 2010 e R\$ 55 bilhões em 2011, para o financiamento de investimentos e do desenvolvimento produtivo. Sobre os possíveis impactos desta política, ver Pereira e Simões (2010). Coutinho (2011) descreve também o papel de coordenação com os bancos privados desempenhado pelo BNDES no processo de renegociação das dívidas das corporações brasileiras.

parcela significativa do ingresso de US\$ 37,7 bilhões (especificamente, US\$ 14 bilhões ou 37,2% do total)²⁴ em 2010; em 2009, havia ocorrido a capitalização do Santander (US\$ 7,5 bilhões); em 2008, da Vale (US\$ 12,2 bilhões).

TABELA 3
Percepção de risco sobre os ativos soberanos do Brasil, final de período

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ¹
Risco-país (EMBI+) ²	463	382	311	192	221	428	197	189	210
Rating ³ soberano Moody's ⁴	B2	B1	Ba3	Ba2	Ba1	Ba1	Baa3	Baa3	Baa2
Rating soberano S&P	B+	BB-	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
Rating soberano Fitch	B+	BB-	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB
CDS – 1 ano ⁵	135	75	37	21	46	235	63	62	64
CDS – 5 anos ⁵	400	305	224	100	104	297	122	112	150
CDS – 10 anos ⁵	465	375	301	157	140	319	146	141	186
Memorandum									
Taxa de câmbio (final de período) R\$/US\$	2,89	2,65	2,34	2,14	1,77	2,34	1,74	1,67	-
Taxa de câmbio (média anual) R\$/US\$	3,07	2,93	2,43	2,18	1,95	1,83	2,00	1,76	-

Fonte: *Bloomberg*; agências de classificação de risco⁶ Moody's, Standard & Poor's Rating Services (S&P) e Fitch Ratings; e BCB. Elaboração dos autores.

Notas: ¹ Informações disponíveis até 12 de agosto de 2011.

² *Emerging Markets Bond Index*. Índice de mercado calculado pelo banco JPMorgan/Chase para custo de captação de países emergentes.

³ *Rating*, nota dada por uma agência de classificação de risco que expressa o risco de crédito de instituições, países ou ativos.

⁴ A partir de 2009, a nota do Brasil na Moody's salta de grau especulativo para grau de investimento (em negrito); na S&P e na Fitch, o movimento ocorre em 2008.

⁵ CDS, *credit default swap*, instrumento financeiro que possibilita comprar ou vender seguro contra *default* de ativos emitidos por empresas ou países.

⁶ Agências de classificação de risco, agências, normalmente privadas, que classificam o risco de crédito de instituições, países e ativos.

Nesse contexto de ausência de constrangimento externo, em face da abundância de capitais em moeda forte e maior liberdade de investimento, os capitais brasileiros ampliaram suas aplicações no exterior, a despeito de algumas oscilações. Foram US\$ 9,8 bilhões em 2003, US\$ 36,6 bilhões em 2006, e US\$ 66,3 bilhões em 2010, cifra 675% superior à registrada em 2003. Além da retomada dos investimentos brasileiros diretos no exterior (atraídos pelas oportunidades de fusão e aquisição de empresas a preços favoráveis nos países desenvolvidos e em desenvolvimento, sobretudo na América do Sul) e, em menor medida, dos investimentos de portfólio (estimulados, por sua vez, pelos também baixos preços das ações de várias empresas nesses países), este resultado decorreu de duas outras mudanças. A primeira, de ordem metodológica, corresponde à separação entre créditos comerciais ativos e passivos (FUNDAP, 2011a). Até 2008, a base de dados do BCB não permitia diferenciar os ativos e os passivos no crédito comercial. Ambos eram contabilizados no passivo (com sinais contrários), ou seja, na conta

24. A capitalização total da Petrobras chegou a R\$ 120,3 bilhões, todavia os investidores estrangeiros adquiriram apenas 20% das novas ações. A participação dos estrangeiros na oferta pública inicial do Santander atingiu 80%; na Vale, 39%. O Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização (Fundo Soberano do Brasil) subscreveu ações ordinárias e preferenciais da Petrobras, adquirindo 3,9% do seu capital social. Buscava-se fortalecer a companhia e o comando nacional na exploração e apropriação dos recursos provenientes do pré-sal (anexo A).

“outros investimentos estrangeiros”. A partir de 2009, a diferenciação tornou-se possível; assim, a conta “outros investimentos brasileiros” passou a incluir: *i*) os créditos comerciais ativos, que abrangem as mercadorias enviadas ao exterior por exportadores brasileiros sem o recebimento de divisas; e *ii*) as mercadorias importadas ainda não recebidas, mas já pagas pelo importador brasileiro. No primeiro caso, existe um ativo brasileiro na forma de moeda e, no segundo, um ativo brasileiro sob a forma de mercadoria. A segunda mudança, de ordem institucional, refere-se ao fim da exigência de cobertura cambial, determinado pela Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 3.548, de março de 2008, que permitiu aos exportadores brasileiros manter no exterior 100% dos recursos relativos ao recebimento de suas exportações. Em função da crise econômica global, esta possibilidade passou a ser utilizada de forma mais ampla em 2009, sendo também registrada na rubrica “crédito comercial ativo”. Em suma, na nova metodologia, a constituição de ativos passou a ser contabilizada com o sinal negativo na conta “outros investimentos brasileiros” e não mais como redução de passivos na conta “outros investimentos estrangeiros”, sem alterar o resultado líquido. Contudo, do ponto de vista analítico, a nova metodologia revelou dois aspectos importantes: *i*) o volume de crédito concedido pelos exportadores brasileiros era relativamente elevado (provavelmente, para importadores de países latino-americanos); e *ii*) os exportadores optaram por não internalizar parte dos recursos em 2009 e 2010. Nestes dois anos, a conta “outros investimentos brasileiros” registrou déficits de US\$ 30,4 bilhões e US\$ 51,5 bilhões, respectivamente (tabela 2).

Mesmo com a saída crescente de capitais brasileiros, o superávit na conta financeira (que registra os fluxos líquidos de capitais entre o país e o exterior) foi mais do que suficiente para financiar o déficit em transações correntes (permitindo a antecipação dos pagamentos ao FMI, a redução do endividamento externo do setor público, com mudança na gestão da dívida externa pública, com ênfase na obtenção de divisas para a construção de uma curva de juros, e a redução da dívida mobiliária interna indexada à taxa de câmbio).²⁵ O resultado positivo da conta financeira do balanço de pagamentos foi absorvido pela autoridade monetária mediante compras no mercado de câmbio à vista (tabela 1).²⁶ Com isto, em dezembro de 2010, as reservas internacionais atingiram US\$ 288,6 bilhões.

25. Sobre a gestão da dívida pública, ver, entre outros, Amtrano (2010), Gobetti e Schettini (2010) e Fundap (2011c).

26. As intervenções das autoridades econômicas – Banco Central do Brasil e Secretaria do Tesouro Nacional – foram realizadas, sobretudo, no mercado à vista, mas foram realizadas também operações de *swaps* (*swap* reverso). Para as operações anuais, ver tabela A.3 no apêndice A. Ver também box 1 para um panorama da gestão das reservas internacionais pelo Banco Central do Brasil. A manutenção de volume elevado de reservas implica custos fiscais, dado o diferencial de juros (interno e externo) e a tendência à desvalorização do dólar. Estas questões não serão debatidas neste capítulo. Uma apresentação do ex-presidente do Banco Central do Brasil, Henrique de Campos Meirelles (2010), estima o custo de manutenção das reservas em R\$ 68 bilhões no período 2004 a 2010. A despeito deste custo, as reservas internacionais possibilitam a rolagem dos empréstimos externos (por meio de operações em moeda estrangeira entre o Banco Central do Brasil e agentes domésticos); contêm a transmissão (efeito-contágio) dos choques externos para o sistema financeiro doméstico; reduzem os impactos sobre a atividade econômica, emprego e renda; e permitem políticas monetária, cambial e fiscal anticíclicas. Sobre o fundo soberano, também criado para facilitar a gestão de uma política fiscal anticíclica, ver anexo A.

BOX 1

Gestão das reservas internacionais

A política de investimento das reservas internacionais do Brasil sob a gestão do Banco Central do Brasil (BCB) procura alcançar objetivos estratégicos de longo prazo, tais como atender os compromissos externos soberanos e reduzir a exposição do país a oscilações cambiais. Busca-se, portanto, promover um *hedge* cambial do passivo externo soberano.

No início da década de 2000, as reservas internacionais representavam aproximadamente 40% da dívida externa soberana e, por isso, o *hedge* cambial considerava apenas a dívida de curto prazo. A partir de 2004, observou-se um movimento de redução da dívida externa soberana e, paralelamente, um incremento no volume das reservas internacionais. Isso possibilitou a execução do *hedge* cambial do total da dívida externa soberana. Em setembro de 2008, com o aumento do volume das reservas, foi possível estender o *hedge* cambial para o passivo externo total registrado.

Em dezembro de 2010, as reservas estavam alocadas em aplicações realizadas nas seguintes moedas: 81,8% em dólares americanos;¹ 6% em dólares canadenses; 4,5% em euros; 3,1% em dólares australianos; 2,7% em libras esterlinas e 1,9% em outras moedas, tais como o iene japonês.² Neste mesmo período, os recursos das reservas estavam alocados em diversos instrumentos de renda fixa: 80,2% em títulos governamentais; 1,8% em títulos de organismos supranacionais; 5,9% em títulos de agências governamentais; 10,2% em depósitos em bancos centrais e organismos supranacionais; 1,2% em depósitos em bancos comerciais; e 0,7% em outras classes de ativos, como o ouro.

Após a crise financeira sistêmica de 2008, houve uma alocação crescente na carteira de títulos em detrimento da carteira de depósitos, como resultado da política de investimento e de uma preferência pela diminuição do risco de crédito bancário assumido pelo BCB.³ Houve também uma redução do prazo médio de investimento devido a preferência pela liquidez e menor risco, que atingiu o valor aproximado de 1,85 anos.

A rentabilidade dos investimentos atingiu 1,82%, em 2010, valor abaixo da média anual de 5,2% para o período 2002-2009. A maior prudência do BCB, com prazos médios de investimentos mais curtos, associada a um ambiente de baixas taxas de juros no mercado financeiro internacional, implicou menor rentabilidade quando comparada ao valor médio histórico.

Fonte: BCB (2011b).

Obs.: Para uma evolução das reservas internacionais, ver Banco Central do Brasil, *Série Histórica do Demonstrativo de Variação das Reservas Internacionais*. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br/?SERIERIH>>.

Notas: ¹ A despeito de os títulos do Tesouro dos Estados Unidos de dez anos pagarem 2,2% em meados de agosto de 2011, cerca de 65% das reservas internacionais de todo o mundo estavam aplicadas em dólar; e mais um terço em iene, euro e libra, dada a percepção de menor risco. Padrão seguido pela China, maior detentor de reservas internacionais do mundo, com cerca de US\$ 3,2 trilhões, dos quais 60% estavam aplicados em ativos em dólares, incluindo US\$ 1,2 trilhão em bônus do Tesouro americano. O Tesouro americano identifica o Brasil como quarto maior comprador de seus papéis, com cerca de US\$ 207,1 bilhões, em junho de 2011 (ver USA, 2011).

² Em geral, as reservas internacionais devem reproduzir a cesta de moedas que o país necessita para pagar as importações e amortizar a dívida de curto e longo prazo.

³ Estima-se que os administradores de reservas internacionais tenham sacado US\$ 500 bilhões dos bancos americanos e europeus no auge da crise sistêmica no último trimestre de 2008, reduzindo o *funding* destas instituições, que tiveram de recorrer a seus bancos centrais.

Todavia, o perfil das reservas precisa ser destacado: ao contrário do observado entre 2003-2007, quando a economia brasileira registrou superávits em transações correntes, no triênio 2008-2010, houve déficits. Isto significou que o acúmulo de reservas passou a depender, exclusivamente, do resultado da conta financeira: US\$ 197,5 bilhões, entre 2008 e 2010, e US\$ 287,8 bilhões entre 2003 e 2010 (praticamente o mesmo montante das reservas). Entre 2009 e 2010, os investimentos de portfólio líquido (de US\$ 114,7 bilhões) responderam por 61% dos ingressos; os investimentos estrangeiros diretos líquidos (de US\$ 73 bilhões), por 39% (tabela 2). Já os “outros investimentos” líquidos registram saída de US\$ 18,6 bilhões.

4 PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO E INDICADORES DE VULNERABILIDADE EXTERNA

O perfil dos fluxos de capitais e o resultado em transações correntes refletem-se, em última instância, na posição internacional de investimentos do país (condicionada também pela variação da taxa de câmbio e pela denominação monetária de ativos e passivos). Neste período, os ativos brasileiros no exterior saltaram de US\$ 134,2 bilhões em 2003, para US\$ 595 bilhões em 2010, apresentando uma tendência ininterrupta de crescimento (tabela 4). Em 2010, os ativos brasileiros eram compostos, em ordem decrescente, por: *i*) US\$ 288,6 bilhões de reservas internacionais do

Banco Central do Brasil; *ii*) US\$ 175,2 bilhões de investimento direto brasileiro no exterior; *iii*) US\$ 115 bilhões de outros investimentos (inclui receitas provenientes das exportações no exterior); e *iv*) US\$ 16,6 bilhões em investimento em carteira.

Por sua vez, o passivo externo passou de US\$ 406 bilhões, em 2003, para US\$ 920,3 bilhões, em 2007. Com a desvalorização do real, durante a crise financeira sistêmica, o passivo externo caiu para US\$ 691,6 bilhões, uma queda de 24,8%, quando comparado com 2007. Nos anos seguintes, voltou a se expandir, atingindo US\$ 1,3 trilhão em 2010 (tabela 4). Em 2010, os passivos eram compostos, em ordem decrescente, por: *i*) US\$ 656,3 bilhões em investimentos em carteira, sendo US\$ 254,2 bilhões em ações no país e US\$ 122,7 bilhões em títulos de renda fixa no país;²⁷ *ii*) US\$ 472,6 bilhões em investimento estrangeiro direto, sendo US\$ 95,1 bilhões empréstimos intercom-panhias; e *iii*) US\$ 161 bilhões em outros investimentos (fundamentalmente, empréstimos).

TABELA 4
Posição internacional de investimento, contas selecionadas (2003-2010)
(Em US\$ milhões, dados de fim de período)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 ¹	2010 ¹
Ativo (A)	112.901	134.223	148.536	168.182	238.874	369.888	407.788	474.219	595.448
Investimento direto brasileiro no exterior	54.423	54.892	69.196	79.259	113.925	136.103	163.329	158.777	175.184
Participação no capital ²	43.397	44.769	54.027	65.418	97.465	107.556	121.415	125.960	152.724
Empréstimos intercompanhia	11.026	10.123	15.169	13.842	16.460	28.547	41.914	32.816	22.460
Investimentos em carteira ³	5.845	6.950	9.353	10.834	14.429	23.178	17.321	13.257	16.594
Investimentos em ações	2.388	2.596	2.352	2.809	3.754	6.644	4.828	2.245	834
Títulos de renda fixa	3.457	4.354	7.001	8.026	10.675	16.534	12.493	11.012	15.760
Outros investimentos	14.705	23.004	16.943	24.171	24.567	30.131	32.746	63.379	114.941
Crédito comercial (de fornecedores)	313	186	68	98	70	99	123	25.226	71.155
Moeda e depósitos	7.890	16.412	10.418	17.077	17.200	22.543	24.107	29.105	34.049
Ativos de reservas	37.823	49.296	52.935	53.799	85.839	180.334	193.783	238.520	288.575
Passivo (B)	343.432	406.716	446.145	484.775	607.735	920.284	691.588	1.079.881	1.293.681
Investimento estrangeiro direto	100.863	132.818	161.259	181.344	220.621	309.668	287.697	400.808	472.579
Participação no capital ²	83.884	112.334	142.451	162.807	193.838	262.392	223.127	321.436	377.441
Empréstimos intercompanhia	16.978	20.484	18.808	18.537	26.783	47.276	64.570	79.372	95.137
Investimentos em carteira	137.355	166.095	184.758	232.352	303.583	509.648	287.533	561.848	656.284
Investimentos em ações	27.249	53.138	77.261	125.532	191.513	363.999	149.608	376.463	430.234
No país	8.394	17.828	27.118	50.394	82.994	165.708	71.350	205.159	254.194
No exterior	18.855	35.310	50.143	75.138	108.520	198.291	78.258	171.304	176.040
Títulos de renda fixa	110.106	112.957	107.497	106.820	112.070	145.650	137.925	185.385	226.051
No país	2.492	2.867	2.982	4.871	18.163	46.631	49.289	95.802	122.732
No exterior	107.614	110.090	104.515	101.949	93.907	99.018	88.636	89.583	103.319
Outros investimentos	104.965	107.678	99.809	70.859	83.087	99.197	113.908	113.813	161.037
Crédito comercial (de fornecedores)	5.919	5.465	4.728	4.772	5.216	5.197	6.241	3.306	3.133
Empréstimos	97.178	99.374	92.133	62.729	73.466	89.003	103.463	100.793	145.926
Moeda e depósitos	1.867	2.839	2.948	3.358	4.405	4.996	4.204	5.205	7.531
Posição líquida (A-B)	-230.531	-272.493	-297.609	-316.592	-368.862	-550.396	-283.800	-605.662	-698.233
Investimento estrangeiro líquido	-46.440	-77.926	-92.063	-102.085	-106.696	-173.565	-124.368	-242.031	-297.395
Investimentos em carteira líquidos	-131.510	-159.144	-175.405	-221.517	-289.154	-486.471	-270.212	-548.591	-639.690

(Continua)

27. Enfatiza-se que a soma destes dois investimentos (US\$ 377 bilhões) era bastante superior ao montante das reservas internacionais (US\$ 288,6 bilhões).

(Continuação)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 ¹	2010 ¹
Outros investimentos líquidos	-90.260	-84.675	-82.866	-46.689	-58.519	-69.066	-81.162	-50.434	-46.095
Ativos de reservas	37.823	49.296	52.935	53.799	85.839	180.334	193.783	238.520	288.575

Fonte: BCB, *Série Histórica da Posição Internacional de Investimento*. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br/?SERIEPIIH>>.

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ Dados preliminares.

² Inclui lucros reinvestidos.

³ Contempla títulos de emissão de residentes.

Assim, o passivo externo líquido do país, acumulado ao longo do período, mais do que duplicou, saltando de US\$ 272,5 bilhões em 2003, para US\$ 698,2 bilhões em 2010, com uma abrupta redução em 2008 (US\$ 283,8 bilhões), devido à desvalorização da moeda brasileira e à deflação dos ativos domésticos.²⁸ A composição do passivo externo líquido do país, com alta participação dos investimentos de portfólio (modalidade mais volátil de capital externo) explicita certa vulnerabilidade da economia brasileira. Enfim, a despeito da abundância de capitais, que permite a retomada do crescimento econômico sem constrangimentos externos, a elevada integração do sistema financeiro doméstico com o sistema financeiro internacional introduz novos riscos que devem ser monitorados pelas autoridades econômicas, sobretudo pelas autoridades de regulação e supervisão (BCB e Comissão de Valores Mobiliários – CVM).²⁹

BOX 2

Medidas de combate à apreciação cambial, ao déficit em conta-corrente e medidas macroprudenciais para gestão do sistema financeiro doméstico e da conta de capitais (set./2010-jul./2011)

20 de setembro de 2010: o Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil autoriza a compra de dólares pelo FSB sem quaisquer restrições de volume.

4 de outubro de 2010: Ministério da Fazenda eleva a alíquota de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 2% para 4% sobre a aplicação de estrangeiros em fundos de renda fixa e títulos do Tesouro.

6 de outubro de 2010: CMN estabeleceu novo prazo das dívidas (1.500 dias) que poderão ser honradas pelo Tesouro por meio de compra de dólares no mercado à vista, refletindo-se em uma autorização de compra adicional de US\$ 10,7 bilhões.

7 de outubro de 2010: Resolução nº 3.912 – o BCB estabelece que a migração de investidores não residentes de aplicações em renda variável e ações para aplicações em renda fixa está sujeita ao fechamento de novo contrato de câmbio (câmbio simultâneo) impedindo que os investidores deixem de pagar a nova alíquota de IOF para renda fixa.

18 de outubro de 2010: Decreto nº 7.330 – define nova elevação da alíquota de IOF, agora de 4% para 6%, para aplicações de investidores não residentes em renda fixa e de 0,38% para 6% sobre as margens de garantias pagas em dinheiro nos mercados futuros por não residentes.

20 de outubro de 2010: Resolução nº 3.914 – veta às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central a realização de aluguel, troca ou empréstimo de títulos, valores mobiliários e ouro ativo financeiro a investidor não residente cujo objetivo seja o de realizar operações nos mercados de derivativos.¹ Os contratos já existentes são válidos até seu vencimento ou até 31/12/2010, caso não houvesse data de vencimento.

20 de outubro de 2010: Resolução nº 3.915 – altera Resolução nº 3.912/2010, incluindo migração de recursos com a finalidade de cobrir margens de garantia dos mercados futuros (excetuam-se os ajustes diários de margem).

(Continua)

28. O mesmo ocorreu em 2003, com a desvalorização do real no ano anterior.

29. Infelizmente, não há espaço aqui para uma discussão detalhada das medidas de natureza prudencial e de controle da conta financeira, visando conter as pressões sobre a taxa de câmbio. Salienta-se apenas a conexão crescente entre a supervisão e regulação prudencial do sistema financeiro doméstico com a gestão da conta financeira, dado o aprofundamento da integração com o sistema financeiro internacional. Para um conjunto de medidas de natureza prudencial e de controle dos fluxos de capitais implementadas pelo governo brasileiro, ver box 2. Para uma discussão mais ampla sobre os instrumentos de gestão da conta de capitais, ver IPD (2011).

(Continuação)

6 de janeiro de 2011: Circular nº 3.520 – estabelece recolhimento de depósito compulsório (em reais) de 60% do valor das posições vendidas em câmbio assumidas pelos bancos que exceder o menor dos seguintes valores: US\$ 3 bilhões ou o patrimônio de referência (Nível I). A medida começa a valer a partir de 4 de abril de 2011. Objetivo declarado pelo Banco Central é trazer a posição vendida dos bancos no mercado à vista para US\$ 10 bilhões.

14 de janeiro de 2011: os leilões de *swaps* reversos, em desuso desde maio de 2009, são retomados pelo Banco Central. A medida é complementar à imposição do compulsório sobre as posições vendidas em câmbio, pois fornece liquidez para os agentes que buscam reduzir essas posições. São realizados três leilões de cerca de US\$ 1 bilhão cada: 14/1/2011, 21/1/2011, 24/1/2011.

25 de janeiro de 2011: Circular nº 3.484 – cria leilões de dólares com liquidação a termo, cuja principal diferença em relação ao *swap* reversos é o fato de que conta, no vencimento, com entrega efetiva de dólares (*deliverable forward*). O primeiro leilão foi realizado em 31/1/2011.

25 de janeiro de 2011: adendo à Circular nº 3.395, sobre os critérios de credenciamento e descredenciamento dos *dealers*: no caso de uma instituição não apresentar proposta em leilão de câmbio, será atribuída compulsoriamente uma oferta para esse *dealer*. A oferta compulsória deve ter o valor do lance mínimo e a taxa de câmbio mais favorável ao Banco Central entre todas as propostas encaminhadas ao leilão.

2 de fevereiro de 2011: Tesouro declara que vai atuar como *market maker* no mercado de título de dívida pública externa denominada em reais de maneira a ampliar a liquidez desses papéis.

23 de março de 2011: Circular nº 3.528 – altera a Circular nº 3.520, de 6 de janeiro de 2011, que trata do recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório sobre posição vendida de câmbio.

29 de março de 2011: Decreto nº 7.456, por meio do qual o Ministério da Fazenda elevou para 6% a alíquota de IOF sobre as captações externas de até 360 dias (as captações externas com prazo inferior a 90 dias já eram tributadas com uma alíquota de IOF de 5,38%).

4 de abril de 2011: Resolução nº 3.967 – a CMN estabelece que as renovações de empréstimos externos, sujeitos a registro no Banco Central e contratados de forma direta ou mediante emissão de títulos no mercado internacional, devem contar a realização de câmbio simultâneo (devem contabilizar os fluxos cambiais “fictícios” referente ao pagamento da dívida, sujeito a IOF de 0,38%, e à nova captação, sujeita a IOF de 6%). Bloqueia-se, assim, um instrumento de evasão do Decreto nº 7.456.

8 de julho de 2011: Circular nº 3.548 – redefine e consolida as regras do recolhimento compulsório sobre posição vendida de câmbio dos bancos comerciais, bancos múltiplos, bancos de desenvolvimento, bancos de investimento e bancos de câmbio, autorizados a operar no mercado de câmbio, e da Caixa Econômica Federal. Altera também a Circular nº 3.528, de 23 de março de 2011, referida acima. A posição vendida das instituições foi reduzida de US\$ 3 bilhões para US\$ 1 bilhão.

27 de julho de 2011: Medida Provisória nº 539 assegura poderes ao Conselho Monetário Nacional (CMN) para regulação do mercado de capitais e de derivativos, vale dizer: determinar depósitos (margens) sobre os contratos de derivativos; fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos.

Estipula uma alíquota máxima de 25% do IOF sobre o valor de operações com derivativos (alteração da Lei nº 8.894, de 1994). O valor do contrato considerado para cálculo do imposto será o valor nominal ajustado, ou seja, o produto da multiplicação do valor de referência do contrato (valor nominal) pela variação do preço do derivativo em relação à variação do preço do seu ativo objeto, por exemplo, o dólar no derivativo cambial. Determina o registro de todos os contratos derivativos celebrados a partir de 27 de julho de 2011.

Estipula que a cobrança e o recolhimento do IOF serão realizados pelas instituições autorizadas a registrar os contratos (Cetip S/A – Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos – e BM&FBovespa).

27 de julho de 2011: Decreto nº 6.306 estipula a cobrança de IOF de 1% sobre toda a exposição líquida vendida em contratos derivativos cambiais acima de US\$ 10 milhões. Esse percentual pode aumentar, a qualquer tempo, para até 25%, conforme a Medida Provisória nº 539.

A alíquota do IOF para operações de empréstimo externo contratadas por prazo superior a 720 dias e liquidadas antecipadamente passa para 6%.

Estipula que a cobrança e o recolhimento do IOF será realizada pelas instituições autorizadas a registrar os contratos (Cetip e BM&FBovespa).

Fonte: BCB e Ministério da Fazenda. Ver também FUNDAP (2011b, 2011d), e Farhi, Cintra e Cagnin (2011).

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ Até então, cerca de 90% das garantias depositadas pelos investidores estrangeiros eram constituídas de títulos públicos federais, enquanto sua participação oscilava entre 20% e 30% das posições totais. Essa situação existia antes mesmo da desoneração tributária sobre compra de títulos da dívida pública em 2006 (Medida Provisória nº 281, de 15 de fevereiro de 2006). O que leva a concluir que os depósitos de garantia dos investidores estrangeiros na BM&FBovespa eram cobertos com títulos públicos emprestados pelos bancos com os quais operavam (sobretudo, os grandes bancos internacionais).

² Medida mais relacionada com a tentativa de conter o déficit em conta-corrente do que evitar a apreciação cambial.

O BCB divulga um conjunto de indicadores de endividamento externo. Por estes indicadores, observa-se uma melhora substantiva da inserção financeira externa do país (tabela 5). A título de exemplo, o serviço da dívida sobre as exportações reduz de 72,3%, em 2003, para 23%, em 2010; a razão entre a dívida total e o PIB cai de 38,8% para 12,3%, no mesmo período; a relação entre as reservas e a dívida total salta de 22,9% para 112,4%. Por este último critério, o país se torna credor líquido em moeda forte. Com isso, os chamados indicadores de solvência (capacidade de pagamento da dívida externa) – por exemplo, dívida externa total sobre as exportações ou dívida

externa líquida (exclui as reservas internacionais, os créditos brasileiros no exterior e os haveres dos bancos comerciais) sobre as exportações – também apresentam melhora significativa, a despeito do aumento do endividamento privado, no final do período (tabelas 5 e 6).³⁰

TABELA 5
Indicadores de endividamento externo¹
(Em US\$ milhões)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Serviço da dívida	52.988	51.800	66.048	56.902	52.028	37.638	43.561	46.340
Amortizações ²	38.809	37.561	51.587	42.024	36.687	22.065	29.639	32.864
Juros brutos	14.179	14.239	14.460	14.878	15.342	15.573	13.922	13.476
Dívida de médio e longo prazo (A)	194.736	182.630	150.674	152.266	154.318	161.896	167.220	199.497
Dívida de curto prazo (B)	20.194	18.744	18.776	20.323	38.901	36.444	30.972	57.328
Dívida total (C) = (A + B)	214.930	201.374	169.450	172.589	193.219	198.340	198.192	256.824
Dívida total do setor público	135.689	132.259	100.284	89.245	85.956	84.160	95.502	103.940
Dívida total do setor público não financeiro	119.785	114.712	87.567	76.269	70.272	67.351	77.155	83.607
Dívida total do setor privado	79.241	69.116	69.166	83.344	107.263	114.180	102.690	152.884
Reservas internacionais (D)								
Conceito liquidez	49.296	52.935	53.799	85.839	180.334	206.806	239.054	288.575
Créditos brasileiros no exterior (E)	2.915	2.597	2.778	2.939	2.894	2.657	2.435	2.227
Haveres de bancos comerciais (F)	11.726	10.140	11.790	8.990	21.938	16.560	18.474	16.630
Dívida total líquida (G) = (C - D - E - F)	150.993	135.702	101.082	74.821	-11.948	-27.683	-61.771	-50.607
Exportações	73.084	96.475	118.308	137.807	160.649	197.942	152.995	201.915
PIB	553.603	663.782	882.439	1.088.767	1.366.543	1.650.713	1.598.397	2.089.829
Indicadores								
Serviço da dívida/exportações (%)	72,5	53,7	55,8	41,3	32,4	19,0	28,5	23,0
Serviço da dívida/PIB (%)	9,6	7,8	7,5	5,2	3,8	2,3	2,7	2,2
Juros/exportações (%)	19,4	14,8	12,2	10,8	9,5	7,9	9,1	6,7
Dívida total/PIB (%)	38,8	30,3	19,2	15,9	14,1	12,0	12,4	12,3
Dívida total do setor público/dívida total (%)	63,1	65,7	59,2	51,7	44,5	42,4	46,0	40,5
Dívida total líquida/PIB (%)	27,3	20,4	11,5	6,9	-0,9	-1,7	-3,9	-2,4
Reservas (liquidez)/dívida total (%)	22,9	26,3	31,8	49,7	93,3	104,3	120,6	112,4
Dívida total/exportações	2,9	2,1	1,4	1,3	1,2	1,0	1,3	1,3
Dívida total líquida/exportações	2,1	1,4	0,9	0,5	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3
Dívida externa total/exportações de bens e serviços	2,6	1,8	1,3	1,1	1,0	0,9	1,1	1,1
Reservas (liquidez)/serviço da dívida	0,9	1,0	0,8	1,5	3,5	5,5	5,5	6,2
Reservas (liquidez)/juros	3,5	3,7	3,7	5,8	11,8	13,3	17,2	21,4
Reservas (liquidez)/dívida externa de curto prazo	82,9	99,3	133,4	211,7	289,9	349,8	455,1	364,3

Fonte: BCB. Indicadores Econômicos Consolidados. Indicadores de Endividamento Externo. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/Indeco/Port/indeco.asp>>.

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ Exclui estoque de principal, amortizações e juros relativos a intercompanhias. Contempla revisão na posição do endividamento de médio e longo prazo do setor privado.

² Inclui pagamentos relativos ao programa de assistência. Exclui amortizações refinanciadas.

O estoque da dívida externa atinge o menor valor (US\$ 169,5 bilhões) em 2005, quando a autoridade monetária antecipa o pagamento do empréstimo do FMI (US\$ 15,4 bilhões)

30. Não se deve esquecer que as exportações estão relativamente infladas em decorrência dos elevados preços das *commodities*.

e o setor privado reduz a exposição em moeda estrangeira. No período, a dívida do setor público não financeiro apresenta uma tendência renitente de queda, reduzindo de US\$ 119,8 bilhões em 2003, para US\$ 83,6 bilhões em 2010. Por sua vez, a dívida do setor privado, após contrair para US\$ 69,1 bilhões em 2004-2005, aumenta para US\$ 152,9 bilhões em 2010. Se os empréstimos intercompanhias forem considerados, o endividamento privado salta para US\$ 248 bilhões em 2010 (tabela 6). A dívida externa total alcança o montante de US\$ 352 bilhões, superior às reservas (US\$ 288,6 bilhões) e superior às reservas acrescidas dos créditos brasileiros no exterior e dos haveres de bancos comerciais (US\$ 307,4 bilhões) (tabelas 5 e 6).

Todavia, estes indicadores não incorporam outras dimensões da inserção externa brasileira, sobretudo, os estoques de investimento de portfólio. Vale dizer, o acúmulo de reservas (que atenua a vulnerabilidade externa) ancorou-se, como salientado acima, em recursos voláteis, cuja capacidade de funcionar como “colchão de segurança”, em situações de incerteza cambial e/ou turbulência externa, é precária. Assim, pode ser construído um indicador tradicional de liquidez externa, qual seja, a razão entre o passivo externo de curto prazo (dívida de curto prazo e investimentos de portfólio no mercado financeiro local) e as reservas internacionais. Por esse indicador, desde 2005, as reservas internacionais seriam insuficientes para fazer face ao passivo externo de curto prazo, com exceção de 2008. O regime de flutuação da taxa de câmbio – ao desvalorizar a moeda e os ativos brasileiros em moeda estrangeira – desempenha a função de conter a fuga dos investidores em momentos de incerteza, na medida em que impõe perdas aos investimentos, mas não impede a saída dos recursos, como fica comprovado no momento de pânico, ocorrido no último trimestre de 2008.

TABELA 6
Dívida externa bruta¹
(Em US\$ milhões, dados de fim de período)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
I – Governo geral	83.093	82.251	81.635	70.757	66.043	62.555	64.372	65.127
II – Autoridade monetária	28.850	25.394	301	157	14	10	4.513	4.446
III – Bancos	42.136	39.400	39.090	44.522	75.009	74.237	63.623	103.163
Curto prazo	17.995	17.780	17.959	19.072	38.184	34.943	28.497	51.100
Empréstimos	17.282	16.875	16.336	16.614	30.874	30.764	25.261	42.353
Longo prazo	24.141	21.620	21.131	25.451	36.825	39.294	35.126	52.063
Bônus e notas	14.170	12.449	11.995	15.356	22.877	19.932	18.168	30.036
Empréstimos	9.686	7.271	7.503	8.991	12.655	17.558	16.102	21.350
IV – Outros setores	60.850	54.329	48.424	57.153	52.153	61.538	65.684	84.088
Curto prazo	2.199	963	817	1.245	694	1.484	2.475	6.228
Longo prazo	58.651	53.366	47.607	55.908	51.459	60.054	63.209	77.860
IV.1 – Empresas financeiras não bancárias	117	156	124	8	222	216	223	831
Curto prazo	54	4	0	2	0	5	18	8
Longo prazo	62	152	124	6	221	211	205	823
IV.2 – Empresas não financeiras	60.708	54.027	48.055	56.847	51.534	60.783	64.933	82.103
Curto prazo	2.143	942	807	1.220	669	1.398	2.389	6.112
Longo prazo	58.566	53.085	47.248	55.627	50.865	59.385	62.544	75.991
IV.3 – Famílias e instituições sem fins lucrativos	25	146	245	297	397	539	528	1.154
Curto prazo	2	17	10	23	25	81	68	108

(Continua)

(Continuação)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Longo prazo	24	129	235	275	372	459	460	1.046
V – Investimento direto: empréstimos intercompanhia	20.484	18.808	18.537	26.783	47.276	64.570	79.372	95.137
Dívida externa bruta (I + II + III + IV + V)	235.414	220.182	187.987	199.372	240.495	262.910	277.563	351.961

Fonte: BCB. (s.d.)c.

Elaboração dos autores.

Nota: ¹ Inclui investimento direto: empréstimos intercompanhia.

O indicador desenvolvido pela agência de classificação de risco de crédito Standard & Poor's considera as necessidades brutas de financiamento externo, que equivalem à soma do saldo em transações correntes (se positivo, significa maior volume de divisas no curto prazo para fazer frente à saída de capitais) com o principal vencendo da dívida externa de médio e longo prazo nos próximos 12 meses e o estoque da dívida de curto prazo. De acordo com esse indicador, em dezembro de 2010, as necessidades brutas de financiamento externo (US\$ 120,4 bilhões) representavam 42% das reservas internacionais (tabela 7). Ou seja, por esse critério, a situação de liquidez externa era favorável, a despeito do aumento da dívida de curto prazo e do déficit em conta-corrente. A posição internacional de investimento líquido (ativo menos passivo externo) sobre o PIB também indicava uma melhora relativa da exposição em moeda estrangeira da economia brasileira, atingindo 33,4% em 2010, inferior ao patamar alcançado em 2003 (49,2%).

TABELA 7
Indicadores de liquidez externa

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Investimento em carteira no mercado financeiro local (A)	20.695	30.100	55.265	101.157	212.339	120.639	300.961	376.926
Ações no país	17.828	27.118	50.394	82.994	165.708	71.350	205.159	254.194
Títulos de renda fixa no país	2.867	2.982	4.871	18.163	46.631	49.289	95.802	122.732
Dívida de curto prazo (B)	20.194	18.744	18.776	20.323	38.901	36.444	30.972	57.328
Passivo externo de curto prazo (A+B)	40.889	48.844	74.042	121.479	251.240	157.083	331.933	434.254
Amortização da dívida de médio e longo prazo em 12 meses (C)	27.782	17.641	33.670	16.883	16.150	8.253	13.307	15.510
Saldo em transações correntes (D)	4.177	11.679	13.985	13.643	1.551	-28.192	-24.302	-47.518
Reservas internacionais	49.296	52.935	53.799	85.839	180.334	206.806	239.054	288.575
Necessidade Bruta de Financiamento Externo (B+C+D)	52.154	48.065	66.431	50.848	56.602	72.889	68.581	120.356
(B+C+D) + (A)	72.848	78.165	121.696	152.005	268.941	193.527	369.541	497.282
Passivo externo de curto prazo (A+B)/Reservas	82,9	92,3	137,6	141,5	139,3	76,0	138,9	150,5
Indicador S&P (B+C+D)/Reservas	105,8	90,8	123,5	59,2	31,4	35,2	28,7	41,7
Indicador Amplo de Liquidez Externa (B+C+D+A)/Reservas	147,8	147,7	226,2	177,1	149,1	93,6	154,6	172,3
Ativo externo/PIB	24,2	22,4	19,1	21,9	27,1	24,7	29,7	28,5
Passivo externo/PIB	73,5	67,2	54,9	55,8	67,3	41,9	67,6	61,9
Posição internacional de investimentos líquido/PIB	-49,2	-44,8	-35,9	-33,9	-40,3	-17,2	-37,9	-33,4

Fonte: BCB.

Elaboração dos autores.

Porém, o indicador Standard & Poor's subestima a vulnerabilidade externa do país no curto prazo, pois não inclui o estoque de investimento estrangeiro de portfólio. Se se considerar

o indicador amplo de liquidez externa,³¹ que representa a soma das necessidades brutas de financiamento externo e do estoque de investimento estrangeiro de portfólio no mercado financeiro doméstico (ações e títulos de renda fixa no país), apreende-se uma medida mais rigorosa da pressão potencial sobre as reservas internacionais no curto prazo. Segundo esse indicador, a soma superava as reservas em todos os anos analisados, exceto em 2008, pelas razões indicadas anteriormente (tabela 7). No final de 2010, a soma das necessidades brutas de financiamento externo com o estoque de investimento estrangeiro de portfólio no mercado financeiro doméstico atingia US\$ 497,3 bilhões, maior valor da série e bastante superior ao volume das reservas (US\$ 288,6 bilhões). Vale dizer, o indicador amplo de liquidez externa, em 2010 era mais elevado que em 2008, retomando os patamares de 2006, quando o montante das reservas era inferior (tabela 7 e 4).

Diante disso, o próprio Banco Central do Brasil pareceu reconhecer os novos desafios para o financiamento das contas externas.³² Em face da deterioração do cenário internacional, ocorrida entre o final de julho e agosto de 2011, o Comitê de Política Monetária (Copom) identificou um possível impacto sobre a economia brasileira equivalente a um quarto do observado durante a crise de 2008/2009.³³ O Copom supôs que a nova rodada de turbulências internacionais seria “mais persistente do que a verificada em 2008/2009, porém menos aguda, sem observância de eventos extremos”. Na 161ª reunião do colegiado, foi aprovada a seguinte análise: “os riscos para a estabilidade financeira global se ampliaram, entre outros, pela possível exposição de bancos internacionais a dívidas soberanas, principalmente na zona do euro” (COPOM, 2011b). Isso poderia trazer dificuldades para o financiamento das contas externas, em face de uma “parada súbita”, com desvalorização abrupta da taxa de câmbio e impactos patrimoniais relevantes, dados os elevados estoques de investimentos de portfólio e dívidas em moeda estrangeira (BELLUZZO, 2011a).

Todavia, há que se reconhecerem diversos aperfeiçoamentos na gestão da inserção internacional do país. Como a participação dos títulos públicos mantidos por estrangeiros indexados à taxa de câmbio é pequena, os custos de uma fuga desordenada do real em busca da “qualidade” são compartilhados pela economia brasileira e pelos investidores estrangeiros. E, diante da posição do setor público em moeda estrangeira, no curto prazo, estes custos redundam em ganhos relativos (redução da dívida líquida do setor público, dado o elevado valor das reservas convertidos em reais). No caso dos investimentos no mercado acionário, uma fuga maciça dos investidores estrangeiros da BM&FBovespa, além de elevar a cotação das

31. Este indicador foi desenvolvido pela professora Daniela Magalhães Prates, em suas pesquisas sobre a inserção internacional brasileira realizadas no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp). Ver, por exemplo, Prates (2006).

32 Do ponto de vista prudencial, sobretudo, quanto ao impacto na taxa de câmbio, a Circular nº 3.520, de 6 de janeiro de 2011, e as alterações seguintes procuraram exatamente conter os riscos de uma reversão abrupta dos fluxos de capitais – e da tendência da taxa de câmbio – e seus efeitos sobre o patrimônio do sistema financeiro (box 2).

33 Segundo a *Nota à imprensa*, emitida em 31 de agosto de 2011 pelo Copom para justificar o corte da taxa de juros básica (Selic – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia) em 0,50 ponto percentual, reduzida para 12% ao ano, a deterioração do cenário externo – com perspectiva pior para países desenvolvidos e moderação na atividade dos países em desenvolvimento – pode se “materializar” na economia brasileira por diversos canais de transmissão, entre os quais a “redução da corrente de comércio, moderação do fluxo de investimentos e condições de crédito mais restritivas” (Copom, 2011a).

moedas estrangeiras, desvaloriza as próprias ações, o que reduz ainda mais o passivo externo. Constata-se ainda um aprendizado das corporações sobre os riscos das exposições alavancadas em derivativos e sobre o descasamento de moedas em dívidas e receitas (ALMEIDA e NOVAIS, 2011a e 2011b), além do monitoramento pelo BCB das posições dos bancos em moeda estrangeira. Tudo isso, é verdade, reduz a fragilidade externa, melhorando a capacidade de o país enfrentar cenários adversos. Mas, não a elimina.

Como discutido anteriormente, o financiamento do déficit em conta-corrente, inflado pelos gastos crescentes com viagens ao exterior, serviços e remessas de lucros e dividendos, passou a depender do superávit na conta financeira: investimentos estrangeiros diretos, atraídos pelas perspectivas da economia a médio e longo prazo; investimentos de portfólio, atraídos pelo diferencial de taxa de juros e pela perspectiva de valorização da taxa de câmbio; e outros investimentos, sobretudo, financiamentos de longo prazo e empréstimos intercompanhias, uma vez que as operações até dois anos foram desestimuladas com a introdução do IOF de 6%. A gestão destes novos riscos requer um monitoramento ativo e permanente das autoridades econômicas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A trajetória futura das transações correntes brasileira aponta para uma ampliação moderada dos déficits, devido aos resultados da balança comercial, crescentemente afetada pela taxa de câmbio, pela perda de competitividade da produção manufatureira doméstica, pelo ritmo de recuperação da economia internacional, e pelos gastos elevados em serviços, rendas e viagens internacionais. Para o BCB, o déficit deve ficar em 2,5% do PIB em 2011 (cerca de US\$ 68 bilhões). Segundo o boletim *Focus*, para as instituições financeiras domésticas, a mediana das expectativas sinaliza um déficit de US\$ 58,25 bilhões em 2011, e de US\$ 68,51 bilhões em 2012 (BCB, 2011c). Para o FMI, a trajetória tende a ser um pouco mais acentuada: -2,6% do PIB em 2011; -3% em 2012; -3,6% em 2016 (FMI, 2011c, p. 202). Independentemente dos instrumentos e modelos utilizados e/ou da capacidade de antecipação das tendências (principalmente para prazos mais longos), o relevante parece ser identificar as possíveis hipóteses por trás destes cenários.

Do ponto de vista do desempenho econômico brasileiro e mundial, o diferencial entre as taxas de crescimento tenderá a permanecer no horizonte previsível. Mais incertas, porém, são as perspectivas para o comércio global e sua capacidade de impulsionar as exportações brasileiras. Por um lado, as exportações de *commodities* persistem promissoras – em termos de preços e quantidades – devido à competitividade da produção doméstica, ao crescimento das economias asiáticas, especialmente da China, e dos efeitos sobre os mercados futuros destes produtos das taxas de juros próximas de zero nos países desenvolvidos, tendendo a favorecer os termos de troca e a elevar o valor das exportações.³⁴ Por outro lado, a apreciação do real tende a corroer a competitividade dos produtos industriais brasileiros.

No que se refere ao comportamento da taxa de câmbio, são pouco prováveis *maxidesvalorizações* que revertam os déficits em transações correntes. As medidas implementadas, sejam

34. O boletim *Focus*, antes referido, projeta um superávit de US\$ 11,6 bilhões em 2012. Ver também Biancarelli (2010).

de controle da conta financeira, sejam de natureza macroprudencial, devem desempenhar um papel restritivo aos fluxos de capitais de curto prazo. Contudo, não devem neutralizar completamente as pressões para a valorização da taxa de câmbio, em face da abundante liquidez no sistema financeiro internacional e da realocação dos portfólios dos investidores globais (inclusive dos fundos soberanos).³⁵

As perspectivas positivas para a economia brasileira levam em conta também um amplo bloco de investimentos nos setores relacionados ao agronegócio, à energia elétrica, à construção civil e à infraestrutura urbana e de transportes (com vistas à Copa do Mundo de futebol em 2014 e às Olimpíadas de 2016). Levam em conta, ainda, os projetos para a extração e processamento do petróleo da camada pré-sal, que demandarão investimentos (e capitais) em volumes extraordinários (o plano de negócios da Petrobras sinaliza um montante de US\$ 224,7 bilhões em investimento entre 2011 e 2015).³⁶ Seguramente, estas obras exigirão elevados volumes de financiamento externo e importações de bens de capital, a despeito de maiores exigências de conteúdo nacional, que se agregarão ao alto coeficiente importado presente na estrutura de consumo de bens industriais das famílias, na estrutura de produção das corporações (nacionais e estrangeiras) no mercado doméstico, e às pressões provenientes das cadeias produtivas asiáticas. A tendência parece ser, portanto, de manutenção e/ou ampliação do déficit em conta-corrente do balanço de pagamentos.

Simultaneamente, a maturação de uma parte dos investimentos industriais, de infraestrutura e do agronegócio, tenderá a gerar uma melhora na competitividade e no potencial exportador da economia brasileira. A extração e o processamento do petróleo do pré-sal, dada a quantidade e a qualidade do produto, bem como sua importância estratégica (que deverá persistir em um horizonte previsível), transformarão estes investimentos em uma bênção (ou em uma ameaça – ver abaixo) para o financiamento das contas externas e para a dinâmica da economia brasileira nos próximos anos. Incertezas ainda permanecem – a extensão das reservas, os desafios tecnológicos e as inovações para superá-los, o preço do barril do petróleo no período de exploração etc. – e, portanto, projeções sobre seus possíveis impactos nas transações correntes do país devem ser feitas com cuidado. De todo modo, parece correto considerar que essa *riqueza natural*, quando estiver sendo explorada e exportada, representará uma fonte de geração de moeda estrangeira. Pelas normas atuais, o Fundo Social manterá parte das receitas em divisas no exterior e internalizará apenas seus rendimentos.³⁷

Contraditoriamente, as pressões sobre a produção manufatureira, advindas, sobretudo, do acirramento competitivo da matriz industrial asiática, deverão persistir e requererão políticas mais agressivas de proteção comercial (inclusive no âmbito da América do Sul, dada a substituição da produção brasileira nestes mercados), de fomento industrial (desoneração

35. Enfatiza-se que as autoridades econômicas têm manifestado interesse em aproveitar este cenário de abundância de recursos externos para reduzir a taxa de juros de curto prazo doméstica (Selic), diminuindo as oportunidades de operações de *carry trade* e fomentando o financiamento privado dos projetos de investimento. Sobre os desafios do financiamento de longo prazo no Brasil e a estratégia concorrencial dos bancos brasileiros, ver Freitas (2011a, 2011b).

36. Para um resumo das mudanças regulatórias para a exploração do petróleo no pré-sal, ver, entre outros, Ribeiro (2011) e Barros, Schutte e Pinto (2010).

37. Para a criação do Fundo Social, ver anexo B. Ver também Ribeiro (2011). O Fundo Social abre a possibilidade de uma ampliação significativa do papel do país – governo, empresas e bancos – no cenário internacional, sobretudo, no contexto latino-americano.

tributária³⁸ e principalmente linhas de crédito do BNDES, mas também de financiamento proveniente do mercado de capitais privados³⁹ e de desenvolvimento tecnológico (operações da Financiadora de Estudos e Projetos – FINEP – e de outras agências e fundos de financiamento da inovação). Caso contrário, ampliam-se os riscos de as exportações líquidas de petróleo e seus derivados, o agronegócio e o setor de mineração dominarem a pauta exportadora – “reprimarizando” as exportações e a estrutura produtiva doméstica. Para isso, é fundamental conter a valorização da taxa de câmbio real, como afirmam Frenkel e Rapetti (2011, p. 24, grifos dos autores):

La evidencia presentada sugiere que, al menos en Brasil, Chile, Colombia, México y los países de América Central examinados, la rentabilidad del sector industrial ha ido disminuyendo recientemente hasta alcanzar los niveles más bajos de los últimos 20 años. Cabría esperar que esto afecte negativamente el desempeño de estos sectores y del empleo en la economía. La evaluación de la apreciación cambiaria es problemática porque los efectos negativos de la pérdida de rentabilidad industrial demoran en manifestarse. Ante la pérdida de competitividad, algunas firmas cierran (principalmente pequeñas y medianas empresas) o liquidan su actividad productiva local. Las empresas sobrevivientes adoptan estrategias defensivas (reducción de personal y valor agregado local, simplificación de líneas de producción). En conjunto, la adaptación al contexto de tipos de cambio real (TCR) apreciado se traduce en un proceso gradual de contracción del valor agregado y el empleo industrial, cuyos efectos sobre la actividad y el empleo agregados de la economía toman tiempo en evidenciarse. Está documentado, por ejemplo, que el efecto de la apreciación cambiaria (esto es, pérdida de competitividad) sobre el empleo en países de América Latina ha operado con un rezago de alrededor de 2 años.⁴⁰

Enfim, as incertezas sobre as perspectivas da taxa de câmbio, da balança comercial e da estrutura produtiva (brasileira e da América do Sul) justificam preocupações com o aumento do déficit em transações correntes. O cenário para um futuro mais longínquo – e mais incerto – parece justificar as expectativas de uma melhora significativa e sustentada da conta-corrente, com as exportações líquidas de petróleo e seus derivados, do agronegócio e do setor de mineração. Todavia, estas não parecem ser suficientes para garantir a expansão e a preservação do *sistema industrial* brasileiro, gerando renda e emprego de qualidade, se persistir a “reprimarização” acelerada das exportações e da estrutura produtiva.⁴¹

38. A nova política industrial, tecnológica, de serviços e de comércio exterior – Plano Brasil Maior –, divulgada em 2 de agosto de 2011, prevê uma desoneração tributária de cerca de R\$ 25 bilhões em dois anos, segundo o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC). Ver Brasil (2011c) e Fundap (2011e).

39. Para uma discussão sobre o mercado financeiro brasileiro, ver, entre outros, Prates *et al.* (2009), Hermann *et al.* (2009) e Paula *et al.* (2009). Para uma discussão no âmbito da América do Sul, ver Cepal (2011) e Larrain (2011).

40. “A evidência apresentada sugere que, pelo menos no Brasil, no Chile, na Colômbia, no México e nos países da América Central examinados, a rentabilidade do setor industrial tem caído recentemente para os patamares mais baixos dos últimos 20 anos. Cabe esperar que isso afete negativamente o desempenho destes setores e o emprego na economia. *A avaliação da valorização cambial é problemática porque os efeitos negativos da perda de rentabilidade industrial demoram a se manifestar.* Diante da perda de competitividade, algumas firmas vão à falência (principalmente pequenas e médias empresas) ou liquidam suas atividades produtivas locais. As empresas sobreviventes adotam estratégias defensivas (reduzem pessoal e o valor agregado local, simplificam as linhas de produção). Em conjunto, a adaptação ao contexto de taxas de câmbio real (TCR) apreciada se traduz em um processo gradual de contração do valor agregado e do emprego industrial, cujos efeitos sobre a atividade e o emprego agregado da economia levam tempo para se evidenciar. Está documentado, por exemplo, que o efeito da valorização cambial (isto é, a perda de competitividade) sobre o emprego nos países da América Latina tem se realizado com um atraso de cerca de dois anos” (tradução dos autores).

41. Ver também, McMillan & Rodrik (2011). Os autores sinalizam que as economias latino-americanas tiveram menor crescimento da produtividade no período recente devido ao deslocamento de mão de obra para atividades primárias.

Ademais, os elevados fluxos e estoques de investimento estrangeiro, com o aprofundamento da inserção financeira internacional, requerem acompanhamento permanente. A despeito da redução da vulnerabilidade externa no curto prazo (em virtude dos elevados estoques de reserva), a predominância dos fluxos e dos estoques mais voláteis – portfólios, financiamento, empréstimos intercompanhias, derivativos – pode resultar em problemas futuros (decorrentes de uma contração da liquidez internacional – em face de um aumento da aversão ao risco dos investidores institucionais, bancos e corporações) – sobretudo, quando se configurar a fase baixista do quarto ciclo de capitais para os países em desenvolvimento.⁴²

A posição líquida dos investimentos externos alcançou US\$ 698,2 bilhões em dezembro de 2010. Eram US\$ 639,7 bilhões em investimento de portfólio (no país e no exterior); US\$ 297,4 bilhões em investimento direto; e US\$ 46 bilhões em outros investimentos (tabela 4). As reservas internacionais somavam US\$ 288,6 bilhões, com elevado custo fiscal, dado o diferencial de taxas de juros. É evidente que as reservas internacionais possibilitam a rolagem de parte dos empréstimos externos; contêm a transmissão (efeito-contágio) dos choques externos para o sistema financeiro doméstico; reduzem os impactos sobre a atividade econômica, o emprego e a renda; permitem políticas monetárias, cambiais e fiscais anticíclicas; diminuem também a percepção de risco dos investidores sobre os ativos domésticos, com impactos sobre a taxa de juros e o preço dos ativos, mas são claramente insuficientes para honrar o passivo externo líquido e conter uma “fuga para a qualidade”, dadas as assimetrias predominantes no sistema monetário internacional (o real persiste uma moeda inconvertível).⁴³

Ademais, a crescente interpenetração dos capitais e dos investidores estrangeiros e nacionais limita os raios de manobra da política macroeconômica – cambial, monetária e fiscal – para fomentar o desenvolvimento econômico e social. Conter os fluxos de capitais de curto prazo e as aplicações dos investidores estrangeiros, sobretudo nos mercados de derivativos de moedas, a exemplo das medidas implementadas pelo Conselho Monetário Nacional por meio da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011 (BRASIL, 2011b), torna-se crucial para o processo de preservação do controle (e autonomia) sobre as variáveis macroeconômicas-chave (câmbio, juros e fisco), garantindo a manutenção da taxa de crescimento da atividade econômica e do emprego, com distribuição de renda e estabilidade de preços. Crucial também se constitui o aperfeiçoamento constante da supervisão e da regulação do sistema financeiro doméstico, contendo as exposições dos agentes econômicos em moeda estrangeira e realizando, simultaneamente, a gestão das conexões com o sistema financeiro internacional, por meio de instrumentos de controle da conta de capital.

42. Uma parte significativa do próprio investimento estrangeiro direto – empréstimos intercompanhias – assume o caráter de um investimento de portfólio disfarçado.

43. Para uma discussão sobre a incipiente internacionalização do real, ver Simoens (2011).

REFERÊNCIAS

- AKYÜZ, Y. Política de resposta à crise financeira global: questões fundamentais para os países em desenvolvimento, **Revista Tempo do Mundo**, Brasília, v. 1, n. 1, p. 149-187, dez. 2009.
- AKYÜZ, Y. **Capital flows to developing countries in a historical perspective: will the current boom end with a bust and how?** Geneva, South Center, Mar. 2011. (Research Papers, n. 37).
- ALMEIDA, J. C. G.; NOVAIS, L. F. Desempenho das grandes empresas de capital aberto no primeiro semestre de 2011: rentabilidade em queda e caixa reforçado. **Boletim de Economia**, São Paulo, n. 8, p. 13-24, out. 2011a. Disponível em: <http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/pdf/Boletim_de_Economia_8_out2011_Setorial_Desempenho_das_grandes_empresas.pdf>.
- _____. **O impacto do endividamento externo sobre as empresas não financeiras no Brasil, no terceiro trimestre de 2011.** São Paulo: Fundap, dez. 2011b. (Estudos Fundap, n. 3). Disponível em: <http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/PDF/Estudos_3.pdf>.
- AMITRANO, C. O regime de crescimento econômico brasileiro: uma apreciação sobre o período 1995-2009. *In*: CARDOSO JÚNIOR, J. C. (Coord.). **Brasil em Desenvolvimento: Estado, planejamento e políticas públicas**, Brasília: Ipea, v. 2, cap. 2, p. 57-84, 2010.
- ARAÚJO, V. L. F. C.; CINTRA, M. A. M. O papel dos bancos públicos federais na economia brasileira. *In*: PINTO, E. C.; CARDOSO JÚNIOR, J. C.; LINHARES, P. T. **Estado, instituições e democracia – Desenvolvimento**. Brasília: Ipea/Diest, 2010. Livro 9, v. 3, p. 545-588. (Projeto Perspectiva do Desenvolvimento Brasileiro).
- BARBOSA, N.; SOUZA, J. A. P. A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. *In*: SADER, E.; GARCIA, M. A. (Orgs.). **Brasil: entre o passado e o futuro**. São Paulo: Boitempo, 2010.
- BARBOSA, N. *et al.* **Real exchange rate, capital accumulation and growth in Brazil**. Johannesburg, South Africa, Apr. 9-11, 2010.
- BARBOSA, N. Latin America: counter-cyclical policy in Brazil: 2008-09. **Journal of Globalization and Development**, v. 1, n. 1, The Berkeley Electronic Press, 2010.
- BARROS, P. S.; SCHUTTE, G. R.; PINTO, L. F. S. Além da autossuficiência – o Brasil como protagonista no setor energético, *In*: ACIOLY, L.; CINTRA, M. A. M. (Orgs.). **Inserção internacional brasileira: temas de economia internacional**. Brasília: Ipea/Dinte, 2010. Livro 3, v. 2, p. 441-519. (Projeto Perspectiva do Desenvolvimento Brasileiro).
- BAUMANN, R. **Brazilian, Chinese and Indian exports: is the regional market really a source of learning?** Brasília: Ipea, 2011. (Mimeografado).
- BAUMANN, R.; NG, F. **Regional productive complementarity and competitiveness**. Washington: World Bank, 2010. (Mimeografado).

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Medidas de simplificação da área de câmbio**. Brasília, fev. 2009. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/rex/LegCE/Port/Ftp/Medidas_Simplificacao_Area_de_Cambio.pdf>.

_____. Inflação e preços agrícolas. **Carta Capital**, São Paulo, 23 fev. 2011.

_____. **Série histórica do balanço de pagamentos**. [s.d.]a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/Seriehist.asp>>.

_____. **Série histórica da posição internacional de investimento**. [s.d.]b. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br/?SERIEPIIH>>.

_____. **Série histórica da dívida externa bruta**. [s.d.]c. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br/?SERIEDEBH>>.

_____. **Indicadores econômicos consolidados**: indicadores de endividamento externo. [s.d.]d. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/Indeco/Port/indeco.asp>>.

_____. [s.d.]e. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/Seriehist.asp>>.

_____. **Relatório de gestão das reservas internacionais**, Brasília, v. 2, jun. de 2010. (Publicação anual do Banco Central do Brasil, Gerência-Executiva de Risco da Área de Política Monetária – Gepom). Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pom/gepom/relgestri/2010/08/relgestresint062010.pdf>>.

_____. **Nota para imprensa do setor externo**, Brasília, vários números/2011a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPrensa>>.

_____. **Relatório de gestão das reservas internacionais**, Brasília, v. 3, jun. 2011b. (Publicação anual do Banco Central do Brasil, Gerência-Executiva de Risco da Área de Política Monetária – Gepom). Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pom/gepom/relgestri/2011/06/3%20-%20RGRI_versao_5_7_emendas_final_19_07.pdf>.

_____. **Focus** – Relatório de Mercado, Brasília, 2 set. 2011c. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20110902.pdf>>.

BELLUZZO, L. G. M. O risco da parada súbita. **Carta Capital**, São Paulo, ano 16, n. 640, p. 43, 6 abr. 2011a.

BIANCARELI, A. M. Riscos na travessia? O financiamento externo e os desafios futuros da economia brasileira. *In*: CARNEIRO, R. M.; MATIJASCIC, M. (Orgs.). **Desafios do desenvolvimento brasileiro**. Brasília: Ipea; Campinas: Cecon/IE/Unicamp, 2010. p. 75-89. Disponível em: <<http://pt.scribd.com/doc/43776411/Desafios-do-Desenvolvimento-Brasileiro-Ricardo-Carneiro-Milko-Matisjaci-org>>.

BLOOMBERG. [s.d.]. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/>>.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Economia brasileira em perspectiva**, ano 2010. Brasília, 2011a. (Edição Especial)

_____. _____. Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011. **Diário Oficial da União**, Brasília, 27 jul. 2011b. Seção 1, p. 2. Disponível em: < <http://www.in.gov.br/imprensa/visualiza/index.jsp?jornal=1&pagina=2&data=27/07/2011>>.

_____. Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC). **Presidenta Dilma lança Plano Brasil Maior, nova política industrial do país**. Brasília, 2 ago. 2011c.

CAGNIN, R. F.; CINTRA, M. A. M. Experiências internacionais na gestão de recursos provenientes da exploração do petróleo. *In: Estudos sobre o pré-sal: experiências internacionais de organização do setor de petróleo, taxaço no Brasil e no mundo e perspectivas de receitas públicas da exploração do pré-sal*. São Paulo: Iedi, 2008. p. 3-60. Disponível em: <http://www.iedi.org.br/admin_ori/pdf/20090112_pre-sal_completo.pdf>.

CANUTO, O.; GIUGALE, M. **The day after tomorrow**. A handbook on the future of economic policy in the developing world. Washington, D.C.: The World Bank, 2010.

CASTILHO, M. R. A inserção do Brasil em um mundo fragmentado: uma análise da estrutura de comércio exterior brasileiro. *In: ACIOLY, L.; CINTRA, M. A. M. (Orgs.). Inserção internacional brasileira: temas de economia internacional*. Brasília: Ipea/Dinte, 2010. v. 2, p. 369-395. (Projeto Perspectiva do Desenvolvimento Brasileiro, livro 3).

CEPAL – COMISIÓN ECONÓMICA PARA A AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. **El financiamiento para el desarrollo y los países de renta media: nuevos desafíos**. Santiago de Chile: Cepal, 10-11 agosto 2011.

CHIANAMEA, D. R.; CALIXTRE, A. B.; CINTRA, M. A. M. **O Brasil na crise mundial de 2008 e as possibilidades de um imposto sobre transações financeiras internacionais**. *In: CINTRA, M. A. M.; SCHUTTE, G. R.; VIANA, A. R. (Orgs.). Globalização para todos: taxaço solidária sobre os fluxos financeiros internacionais*. Brasília: Ipea/Dinte; Funag, 2010. p. 265-300.

CINTRA, M. A. M.; PRATES, D. M. Os países em desenvolvimento diante da crise financeira global, *In: ACIOLY, L.; LEÃO, R. P. F. (Orgs.). Crise financeira global: mudanças estruturais e os impactos sobre os emergentes e o Brasil*. Brasília: Ipea/Dinte, 2011. p. 11-46.

_____. Fundos de poupança compulsória como instrumentos de *funding* na economia brasileira. *In: JAYME JÚNIOR, F. G.; CROCCO, M. (Orgs.). Bancos públicos e desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Ipea/Dimac, 2010. p. 289-327.

COPOM – COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA. **Nota à Imprensa – 161ª Reunião**. Brasília: BCB, 31 ago. 2011a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?NOTACOPOM161>>

COPOM – COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA. **Ata da 161ª Reunião – 30 e 31/8/2011**. Brasília: BCB, 8 set. 2011b. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/?COPOM161>>.

COUTINHO, L. Desenvolvimento, instituições e atores sociais. **Cadernos do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento (CICEF), v. 6, n. 9, p. 406-419, jul./dez. 2011.

EYZAGUIRRE, N. *et al.* **Managing abundance to avoid a bust in Latin America.** Washington, D.C.: IMF, 7 Apr. 2011. (IMF Staff Discussion Note, SDN/11/07).

FARHI, M. Os dilemas da política econômica na “pós-crise”. *In*: CINTRA, M. A. M.; GOMES, K. R. (Org.). **As Transformações no sistema financeiro internacional.** Brasília: Ipea/Dinte, 2011. (No prelo).

GOMES, K. R.; BORGHI, R. A. Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos avançados**, São Paulo, USP, v. 23, n. 66, p. 169-188, 2009.

GOMES, K. R.; CINTRA, M. A. M.; CAGNIN, R. F. Dilemas atuais da política cambial brasileira. **Revista de Economia Política**, São Paulo, 2011. (Mimeografado).

FITCH RATINGS. [s.d.]. Disponível em: <<http://www.fitchratings.com.br/>>.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND). América Latina: fim dos ciclos de expansão e retração. **Finanças & Desenvolvimento**, Washington, p. 7-23, março 2011a.

_____. **Recent experiences in managing capital inflows:** cross-cutting themes and possible policy framework. Prepared by the Strategy, Policy, and Review Department. *In* consultation with Legal, Monetary and Capital Markets, Research, and other Departments. Washington: IMF, 14 February 2011b.

_____. **World Economic Outlook.** Tensions from the Two-Speed Recovery: Unemployment, Commodities, and Capital Flows. Washington, IMF, April 2011c. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/pdf/tables.pdf>>.

_____. **World Economic Outlook Update.** Mild Slowdown of the Global Expansion, and Increasing Risks. Washington, IMF, June 17, 2011d. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/update/02/pdf/0611.pdf>>.

FREITAS, M. C. P. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.

_____. Estratégias concorrenciais e crédito bancário no Brasil no contexto pós-crise. **Boletim de Economia**, São Paulo, n. 6, p. 19-40, ago. 2011a.

_____. Desafios do financiamento de longo prazo no Brasil. **Boletim de Economia**, São Paulo, n. 4, p. 15-26, maio 2011b.

FRENKEL, R. Lecciones de política macroeconómica para el desarrollo, a la luz de la experiencia de la última década. **Revista Tempo do Mundo**, Brasília, v. 3, n.1, abr. 2011. No prelo.

_____.; RAPETTI, M. **Fragilidad externa o desindustrialización:** ¿Cuál es la principal amenaza de América Latina en la próxima década? Buenos Aires: Cedes, ago. 2011. Mimeografado.

FUNDAP – FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO DO ESTADO DE SÃO PAULO. Balanço de pagamentos: transações correntes e o seu financiamento. **Boletim de Economia**, São Paulo, n. 2, p. 4-10, mar. 2011a.

_____. Intervenções macroprudenciais no mercado de crédito e no mercado de câmbio. **Boletim de Economia**, São Paulo, n. 3, p. 4-11, abr. 2011b.

_____. Alguns Aspectos da Política Fiscal. **Boletim de Economia**, São Paulo, n. 4, p. 4-14, maio de 2011c.

_____. O *boom* de capitais externos para o Brasil em 2011. **Boletim de Economia**, São Paulo, n. 5, p. 5-11 jun. 2011d.

_____. A nova política industrial: avanços e limites. **Boletim de Economia**, São Paulo, n. 8, p. 5-11, out. 2011e.

GOBETTI, S. W.; SCHETTINI, B. P. **Dívida líquida e dívida bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro**. Brasília: Ipea (Texto para Discussão, n. 1.514), 2010.

GORDON, J. L.; GRAMKOW, C. L. As características estruturais recentes da inserção externa brasileira e suas principais implicações – 2000/2010. **Cadernos do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 9, p. 93-118, jul./dez. 2011.

HERMANN, J. *et al.* Mercado de ações brasileiro: análise das causas e condicionantes da evolução recente (2004-2008). *In: Mercado de títulos brasileiro do projeto de pesquisa: estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*. Campinas: Fecamp/Cecon/IE/Unicamp; Rio de Janeiro: BNDES, nov. 2009.

IEDI – INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. Produção e balanço comercial: a indústria de transformação brasileira por intensidade tecnológica no primeiro trimestre de 2011. **Carta IEDI**, São Paulo, n. 467, 13 maio 2011.

IIF – INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE. Capital flows to emerging market economies. **IIF Research Note**, Washington, 1 June, 2011. Disponível em: <<http://www.iif.com/download.php?id=kTF+Yd4yss8=>>>.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. Mild Slowdown of the Global Expansion, and Increasing Risks. **World Economic Outlook Update**, Washington, IMF, 17 June, 2011. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/update/02/pdf/0611.pdf>>.

IPD – INITIATIVE FOR POLICY DIALOGUE. SEMINÁRIO “MANAGING THE CAPITAL ACCOUNT AND REGULATING THE FINANCIAL SECTOR: A Developing Country Perspective”, 23 e 24 ago. 2011, Rio de Janeiro, RJ. (Textos de apoio) Disponível em: <http://policydialogue.org/events/meetings/managing_the_capital_account_and_regulating_the_financial_sector_a_developing_country_perspective/materials/>.

KUME, H.; PIANI, G. Desempenho das exportações e política comercial, *In: CARDOSO JÚNIOR, J. C. (Coord.). Brasil em Desenvolvimento: Estado, planejamento e políticas públicas*, Brasília: Ipea, v. 2, cap. 19, p. 495-508, 2010.

KUME, H.; PIANI, G. **Elasticidade de substituição das importações no Brasil**. Brasília: Ipea, 2011. (Texto para Discussão, n.1.678).

LARRAIN, G. **Integración financiera en América Latina**: realidades, desafíos y propuestas estratégicas. Santiago, mayo 2011. (Mimeografado).

MAYER, J. The financialization of commodity markets and commodity price volatility. *In*: DULLIEN, S. *et al.* (Eds.). **The financial and economic crisis of 2008-2009 and developing countries**. Geneva: *UNCTAD*; Berlin: University Applied Sciences, Dec. 2010. p. 73-98.

McMILLAN, M.; RODRIK, D. **Globalization, structural change, and productivity growth**. ILO-WTO, Feb. 2011. (Paper Work, n. 17.143). (Mimeografado). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w17143.pdf>>.

MEIRELLES, H. C. **Prestação de contas – LRF**. Banco Central: objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial e impacto fiscal de suas operações. Brasília: BCB, nov. 2010. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/apron/apres/LRF_11-11-10.pdf>.

MESQUITA, M. M. C.; TORÓS, M. Gestão do Banco Central no pânico de 2008. *In*: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Org.). **Risco e regulação**: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro: Campus, 2010. p. 189-206.

MOODY'S. [s.d.]. Disponível em: <<http://www.moody.com/>>

OCAMPO, J. A. Macroeconomía para el desarrollo: políticas anticíclicas y transformación productiva. **Revista de la Cepal**, Santiago, n. 104, ago. 2011.

OLIVEIRA, G. C. Desajustes globais e inserção da periferia (1990-2010). **Revista Tempo do Mundo**, Brasília, n. 5, 2011. (No prelo).

OSTRY, J. D. *et al.* **Managing capital inflows**: what tools to use? Washington: IMF, 5 Apr. 2011. (IMF Staff Discussion Note, SDN/11/06).

PAULA, L. F. *et al.* **Mercado de títulos de dívida brasileiro no período 1995-2008**: causas e determinantes da evolução recente. Campinas: Fecamp/Cecon/IE/Unicamp; Rio de Janeiro: BNDES, nov. 2009. (2º Relatório Parcial, subprojeto IV do projeto de pesquisa Estudos sobre as Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos). Disponível em: <<http://www.iececon.net/arquivos/SubprojetoIVRelat2BNDES.pdf>>.

PEREIRA, T. R.; SIMÕES, A. N. O papel do BNDES na alocação de recursos: avaliação do custo fiscal do empréstimo de R\$ 100 bilhões concedidos pela União em 2009. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 33, jun. 2010.

PINTO, E. C.; ACIOLY, L.; CINTRA, M. A. M. **As relações bilaterais Brasil – China**: a ascensão da China no sistema mundial e os desafios para o Brasil. Brasília: Ipea, 8 abr. 2011. (Comunicado Ipea, n. 85).

PRADHAN, M. *et al.* **Policy responses to capital flows in emerging markets**. Washington: IMF, 21 Apr. 2011. (IMF Staff Discussion Note, SDN/11/10).

PRATES, D. M. **Os determinantes das taxas de câmbio nominal e real no Brasil após a adoção do regime de câmbio flutuante**. Campinas: Cecon/IE/Unicamp; Rio de Janeiro: BNDES, 2007a. (Relatório I do projeto de pesquisa O Brasil na Era da Globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento – Subprojeto III Integração cambial e monetária, dinâmica do balanço de pagamentos e trajetória da taxa de câmbio). Disponível em: <<http://www.iececon.net/bndes/SubprojetoIIIRelat1BNDES.pdf>>.

_____. **Os dilemas da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil**. Campinas: Cecon/IE/UNICAMP; Rio de Janeiro: BNDES, 2007b. (Relatório II do projeto de pesquisa O Brasil na Era da Globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento – Subprojeto III Integração cambial e monetária, dinâmica do balanço de pagamentos e trajetória da taxa de câmbio). Disponível em: <<http://www.iececon.net/bndes/SubprojetoIIIRelat2BNDES.pdf>>.

_____. Os determinantes das taxas de câmbio nominal e real no Brasil no período 2003-2007. *In*: FERREIRA, F.; MEIRELES, B. **Ensaio sobre economia financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009a. p. 225-279.

_____. *et al.* **Mercado de crédito bancário**. Campinas: Fecamp/Cecon/IE/Unicamp; Rio de Janeiro: BNDES, nov. 2009b. (Relatório Parcial, subprojeto II do projeto de pesquisa Estudos sobre as Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos). Disponível em: <<http://www.iececon.net/pesquisa.htm>>.

_____. O novo ciclo de preço das *commodities*. **Boletim de Economia**, São Paulo: n. 2, p. 11-23, mar. 2011.

_____. A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. *In*: CARNEIRO, R. (Org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: Editora Unesp, out. 2006, p.133-171.

_____. CINTRA, M. A. M. O novo *boom* de fluxos de capitais para os países emergentes, **Carta Capital**, São Paulo, abr. 2011.

RIBEIRO, T. M. O pré-sal e as mudanças no marco regulatório do petróleo. **Boletim de Economia**, São Paulo, n. 5, p. 13-23. jun. 2011.

ROSSI, P. **Taxa de câmbio no Brasil**: dinâmicas da arbitragem e da especulação. Observatório da Economia Global. Campinas: Cecon/IE/Unicamp, set. 2011. (Textos Avulsos, n. 7).

_____. **O mercado internacional de moedas, o carry trade e a taxas de câmbio**. Observatório da Economia Global. Campinas: Cecon/IE/Unicamp, out. 2010. (Textos Avulsos, n. 5).

SIMOENS, L. A. O desenvolvimento de zonas monetárias regionais. *In*: CINTRA, M. A. M.; MARTINS, A. R. A. (Org.). **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: Ipea/Dinte, 2011. (No prelo).

S&P – STANDARD & POOR'S RATING SERVICES. [s.d.]. Disponível em: < <http://www.standardandpoors.com/home/en/us>>.

SHULMEISTER, S. **Trading practices and price dynamics in commodity markets and the stabilizing effects of a transaction tax.** Wien: Austrian Institute of Economic Research (WIFO), Jan. 2009. Disponível em: <[http://www.wifo.ac.at/www/servlet/www.upload.DownloadServlet/bdoc/S_2009_TRANSACTION_TAX_34919\\$.PDF](http://www.wifo.ac.at/www/servlet/www.upload.DownloadServlet/bdoc/S_2009_TRANSACTION_TAX_34919$.PDF)>.

TEIXEIRA, R. A. **Indicadores de competitividade para a economia brasileira.** São Paulo, 2011. (Mimeografado).

THE ECONOMIST. **Eles podem virar gigantes:** o setor bancário nos mercados emergentes. **Carta Capital**, ano XV, n. 598, São Paulo, 2 de junho de 2010, p. 35-53.

THOMAZ, L. F.; CARVALHO, C. E. A crise das *tortillas* no México (2007): alta das *commodities*, instabilidade financeira e segurança alimentar. **Revista Tempo do Mundo**, Brasília, v. 3, n. 2, ago. 2011. No prelo.

THORSTENSEN, V.; MARÇAL, E.; FERRAZ, L. **Impactos do câmbio nos instrumentos de comércio internacional:** o caso das tarifas. Brasília: Ipea/Dinte, ago. 2011. (Nota Técnica, n. 4). Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/110822_nt004_dinte.pdf>.

UNCTAD – UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. **Trade and development report.** Geneve: UNCTAD, 2008.

UNCTAD – UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. **G20 Study Group on Commodities.** Geneva: UNCTAD, Apr. 2011. (Contribution by the United Nations Secretariat)[USA – UNITED STATES OF AMERICA. U.S. Department of Treasury. **Major foreign holders of treasury securities.** 15 dez. 2011. (Tabela) Disponível em: <<http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt>>.

WORLD BANK. **Global development horizons 2011.** Multipolarity: The New Global Economy. Washington: The World Bank, 2011. Disponível em: <http://siteresources.worldbank.org/INTGDH/Resources/GDH_CompleteReport2011.pdf>.

.

APÊNDICE A

TABELA A.1
Indicadores selecionados – países em desenvolvimento
 (Em US\$ bilhões)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ¹	2012 ¹
Fluxo líquido de capital privado	172,9	226,4	291,2	252,1	694,7	230,3	236,6	470,1	388,1	411,5
Investimento estrangeiro direto	146,0	187,7	252,7	258,1	418,3	439,6	247,7	371,1	357,7	378,7
Portfólio	0,0	16,2	35,1	-40,5	89,2	-57,9	120,2	162,2	69,0	93,2
Outros ²	26,9	22,5	3,4	34,5	187,2	-151,4	-131,4	-63,2	-38,5	-60,4
Fluxo oficial líquido	-47,6	-51,3	-104,0	-167,5	-100,9	-102,2	125,4	87,5	-41,0	-91,0
Conta-corrente	145,2	219,7	443,0	661,5	649,7	704,2	326,6	378,1	646,5	635,9
Ásia	85,2	92,9	167,5	289,2	418,3	435,9	328,2	308,1	348,9	414,7
América Latina	9,4	21,5	36,3	49,5	14,6	-31,2	-25,0	-56,9	-79,1	-107,0
Oriente Médio e Norte da África	59,8	101,9	212,7	281,1	265,8	343,1	47,9	152,8	357,1	349,0
África Subsaariana	-12,4	-8,2	-3,4	30,8	11,0	0,0	-21,6	-24,9	4,7	5,1
Europa Central e Leste	-32,5	-52,0	-57,7	-85,3	-131,7	-151,3	-44,3	-76,0	-102,0	-116,0
Comunidade de Estados Independentes	35,7	63,5	87,6	96,3	71,7	107,7	41,4	75,0	116,9	90,1
<i>Memorandum</i>										
Exportadores de petróleo	103,9	184,6	349,2	476,6	429,7	587,0	145,2	291,0	597,6	568,5
Reservas internacionais	1.341,4	1.791,9	2.304,5	3.073,3	4.368,5	4.950,5	5.596,8	6.481,2	7.450,8	8.388,4
Ásia	670,3	934,6	1.156,1	1.489,4	2.128,7	2.533,9	3.077,7	3.658,4	4.199,5	4.766,4
América Latina	195,4	220,6	255,3	310,3	445,1	497,3	547,8	651,4	737,3	802,0
Oriente Médio e Norte da África	230,3	293,8	434,1	595,5	836,9	999,5	1.001,2	1.107,5	1.266,1	1.418,9
África Subsaariana	39,1	60,7	80,9	114,0	145,2	156,2	157,5	161,6	190,8	222,8
Europa Central e Leste	114,5	134,0	164,3	208,9	264,8	261,5	300,4	335,5	375,6	406,4
Comunidade de Estados Independentes	91,8	148,2	213,8	355,2	547,8	502,1	512,2	566,8	681,5	771,9
Taxa de crescimento do PIB (real)										
Mundo	3,6	4,9	4,6	5,2	5,4	2,9	-0,5	5,0	4,4	4,5
Economias avançadas	1,9	3,1	2,7	3,0	2,7	0,2	-3,4	3,0	2,4	2,6
Países em desenvolvimento	6,2	7,5	7,3	8,2	8,8	6,1	2,7	7,3	6,5	6,5
Ásia	8,1	8,6	9,5	10,4	11,4	7,7	7,2	9,5	8,4	8,4
América Latina	2,1	6,0	4,7	5,6	5,7	4,3	-1,7	6,1	4,7	4,2
Brasil	1,1	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,6	7,5	4,5	4,1
Oriente Médio e Norte da África	7,3	6,0	5,4	5,8	6,2	5,1	1,8	3,8	4,1	4,2
África Subsaariana	4,9	7,1	6,2	6,4	7,2	5,6	2,8	5,0	5,5	5,9
Europa Central e Leste	4,8	7,3	5,9	6,4	5,5	3,2	-3,6	4,2	3,7	4,0
Comunidade de Estados Independentes	7,7	8,1	6,7	8,9	9,0	5,3	-6,4	4,6	5,0	4,7

Fonte: Fundo Monetário Internacional (2011d).

Elaboração dos autores.

Nota: ¹ Projeções.

² Inclui empréstimos bancários, emissão de bônus, *commercial papers*, notes etc.

TABELA A.2
Fluxos de capitais para os países em desenvolvimento
 (Em US\$ milhões)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ¹	2012 ¹
Conta-corrente	38.033	86.634	154.952	224.873	402.480	532.113	556.851	599.662	390.556	369.325	278.134	164.463
Fluxos privados totais, liq.	28.608	55.209	133.383	205.706	143.484	123.093	441.965	-185.127	88.788	413.318	370.817	395.559
Fluxos de não residentes, liq.	194.078	148.704	277.894	436.221	652.164	801.864	1.285.341	622.455	602.201	908.316	960.397	1.008.925
Participação no capital	178.088	157.055	185.406	275.643	359.719	410.386	596.666	441.881	475.393	549.863	572.025	614.738
Investimento direto estrangeiro	156.992	148.899	137.034	216.880	289.416	329.053	499.462	528.033	322.101	350.468	390.583	413.969
Ações de companhias locais	21.096	8.156	48.373	58.763	70.303	81.333	97.203	-86.152	153.292	199.395	181.442	200.768
Financiamentos do exterior	15.990	-8.351	92.487	160.578	292.444	391.478	688.675	180.574	126.808	358.453	388.372	394.187
Bancos	-7.179	-30.652	22.719	63.279	192.847	235.513	449.607	32.188	-15.461	164.439	178.779	172.422
Outros credores privados	23.169	22.301	69.769	97.299	99.598	155.965	238.068	148.386	142.269	194.014	209.593	221.765
Fluxos de residentes, liq.	-165.470	-93.495	-144.510	-230.516	-508.679	-678.771	-843.376	-807.582	-513.413	-494.998	-589.581	-613.366
Participação no capital	-28.003	-35.545	-46.272	-62.674	-88.907	-174.350	-264.302	-221.768	-257.769	-269.791	-264.625	-277.778
Investimento direto estrangeiro	-14.874	-16.098	-26.346	-43.846	-64.221	-132.352	-153.855	-202.728	-185.144	-211.646	-208.466	-221.728
Ações de companhias estrangeiras	-13.129	-19.446	-19.927	-18.828	-24.686	-41.998	-110.447	-19.040	-72.626	-58.146	-56.159	-56.049
Emprestimos de residentes	-137.466	-57.950	-98.238	-167.842	-419.772	-504.421	-579.073	-585.814	-255.644	-225.206	-324.955	-335.588
Fluxos oficiais totais, liq.	13.657	4.446	-4.486	-4.864	-49.578	-39.982	48.329	65.261	67.104	54.240	47.940	37.328
Varição de reservas (=aumento)	-80.298	-143.290	-283.849	-425.714	-496.386	-616.224	-1.047.145	-479.796	-546.448	-836.883	-696.891	-597.349

Fonte: Institute of International Finance (2011).

Elaboração dos autores.

Nota: ¹ Projeção.

TABELA A.3
Intervenções no mercado cambial brasileiro pelas autoridades econômicas

Ano	Intervenções do Banco Central			Tesouro
	Pronto	A termo	Operações de <i>swap</i> ¹	Liquidações do Tesouro ²
	(US\$ milhões)	(US\$ milhões)	(R\$ milhões)	(US\$ milhões)
2000	2.292,73			
2001	-7.225,00			
2002	-9.113,10		(91.098)	
2003	1.591,00		(82.278)	
2004	5.273,50		(38.343)	7.334,00
2005	21.491,00		14.845	9.321,00
2006	34.336,48		26.217	12.333,00
2007	78.589,26		39.608	13.986,00
2008	-5.437,57		(27.749)	7.606,00
2009	36.525,61		(99.047)	6.950,00
2010	41.951,56			9.279,00
2011 (até março)	25.854,20	973,00	19.486	3.396,00

Fonte: BCB e Secretaria do Tesouro.

Elaboração Daniela M. Prates.

Notas: ¹ Valor positivo = *swap* reverso.

² Jan.-fev./2011.

ANEXO A

Fundo Soberano do Brasil

O Fundo Soberano do Brasil (FSB) foi criado pela Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, como um fundo especial de natureza contábil e financeira, vinculado ao Ministério da Fazenda, com a finalidade de promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior, formar poupança pública, mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e fomentar projetos de interesse estratégico para o país no exterior. Trata-se, portanto, de fundo com caráter anticíclico, formador de poupança pública em períodos nos quais as metas fiscais são superadas ou quando o governo brasileiro planeja aportar recursos para os fins arrolados acima.

O FSB recebeu aporte inicial de 0,5% do PIB em 30 de dezembro de 2008, ou mais precisamente 0,47% do PIB, por intermédio da emissão de 10.201.373 títulos do Tesouro Nacional, totalizando R\$ 14.243.999.592,36 a preços de mercado, conforme disposto na Portaria do Tesouro Nacional nº 736, de 30 de dezembro de 2008. No mesmo dia, o FSB promoveu a integralização de cotas do Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização (FFIE), de que trata o Artigo 7º da Lei nº 11.887/2008, que tem como administradora a BB Gestão de Recursos DTVM S.A., no valor total dos ativos recebidos pelo FSB. Trata-se de fundo multimercado, exclusivo e registrado na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Até o início de 2010, os recursos estavam alocados em operações compromissadas e títulos do Tesouro. Em 16 de junho de 2010, o FFIE decidiu participar na Oferta Pública Primária de Distribuição de Ações Ordinárias de emissão do Banco do Brasil S.A., mediante a subscrição de 62.500.000 ações totalizando R\$ 1.540.625.000,00.

O Decreto nº 7.295/2010 em seu Artigo 2º autorizou o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e a Caixa Econômica Federal (CEF) a alienar ou permutar até 217.395.982 ações ordinárias, emitidas pela Petrobras, para o FFIE. Em 10 de setembro de 2010, o FFIE adquiriu 77.641.422 ações ordinárias (PETR3) junto à Caixa Econômica Federal no valor de R\$ 2.426.294.437,50, o equivalente a 0,60% do capital social da Petrobras.

Em 24 de setembro de 2010, o FFIE subscreveu 266.413.905 ações ordinárias (PETR3) no valor de R\$ 7.899.172.283,25, representando 2,04% do capital social, e 161.596.958 ações preferenciais (PETR4) no valor de R\$ 4.249.999.995,40, correspondendo a 1,24% do capital social, ficando ao final da oferta pública com 3,9% do capital social da Petrobras.

Desta forma, os ativos do FFIE assumiram a seguinte composição: 10,28% em operações compromissadas de curtíssimo prazo; 89,71% em ações, sendo 56,96% em ações ordinárias da Petrobras (PETR3); 23,38% em ações preferenciais da Petrobras (PETR4); e 9,37% em ações ordinárias do Banco do Brasil (BBAS3), posição no final do primeiro trimestre de 2011.

Fonte: Ministério da Fazenda/Secretaria do Tesouro Nacional, *Relatório de Desempenho do Fundo Soberano do Brasil*: 1º Trimestre de 2011. Brasília: Subsecretaria de Planejamento Fiscal, Estatística e Contabilidade/Coordenação-Geral de Gestão do Fundo Soberano do Brasil, maio de 2011. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/fundo_soberano/index.asp>.

Os autores agradecem aos comentários de Bráulio Santiago Cerqueira.

ANEXO B

Fundo Social

O Fundo Social, instituído pela Lei nº 12.351, de 22 de dezembro de 2010, será constituído a partir dos recursos provenientes das atividades relacionadas ao petróleo.

Vários países possuem fundos de riqueza soberanos criados com base nas rendas associadas à exploração de recursos naturais. Tais fundos possuem diversos objetivos, tais como evitar os efeitos adversos da flutuação dos preços internacionais dos recursos naturais sobre a economia doméstica e garantir a chamada “equidade intergeracional”, vale dizer, assegurar que as gerações futuras possam usufruir da renda proveniente de sua exploração mesmo após seu esgotamento.

O Fundo Social brasileiro, como outros, tem múltiplos objetivos. O primeiro é ser fonte de recursos para o desenvolvimento social e regional, tendo sido escolhidas as áreas de educação, cultura, esporte, saúde pública, ciência e tecnologia, meio ambiente e mitigação das mudanças climáticas. O segundo é constituir poupança pública de longo prazo, de forma a contemplar o objetivo de equidade intergeracional. O terceiro é permitir que o governo brasileiro disponha de recursos para atuar de forma anticíclica diante da variação dos preços internacionais do petróleo.

Os recursos do Fundo Social serão constituídos pela parcela da União relativa ao bônus de assinatura, pelos *royalties* dos contratos de partilha de produção, pelos *royalties* e participação especial dos contratos de concessão, pela receita advinda da comercialização de parcela do excedente óleo e pelo resultado de aplicações financeiras do próprio fundo. Tais aplicações deverão ser realizadas preferencialmente em ativos no exterior, a fim de evitar a volatilidade de renda e preços, bem como o fenômeno da “doença holandesa” ou “maldição dos recursos naturais”. Os recursos destinados às áreas prioritárias deverão ser aplicados a partir do retorno sobre o capital investido.

Fonte: Lei nº 12.351, de 22 de dezembro de 2010. Dispõe sobre a exploração e a produção de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos, sob regime de partilha, cria o Fundo Social (FS). **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**. Brasília, 23 de dezembro de 2010. Ver também, Ribeiro (2011) e Cagnin; Cintra (2008)

Elaboração dos autores.