

# Sinopse internacional n. 16, out. 2011

<http://www.bndes.gov.br/bibliotecadigital>



# BNDES

O banco nacional  
do desenvolvimento

[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta\\_Expressa/Tipo/Sinopse\\_Internacional/](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Tipo/Sinopse_Internacional/)

## Nº 16 – Outubro de 2011

PUBLICAÇÃO SEMESTRAL

Equipe: Ana Claudia Alem, Fabrício Catermol, Rodrigo Madeira, Simone Saisse e Ricardo Agostini Martini  
Apoio: Vicente Pereira e Leticia Pereira Carvalho

### SUMÁRIO

Panorama mundial.....	1
Desempenho econômico recente.....	5
Estados Unidos.....	5
Europa.....	6
Japão.....	7
Países Emergentes.....	8
Box 1.1: Estagnação econômica, desindustrialização e mercado de trabalho.....	12
Investimentos externos diretos no mundo e no Brasil.....	14
Tendências.....	14
Resultados gerais de 2010.....	16
Brasil: país continua a atrair montante re- corde de IED.....	18
Comércio exterior brasileiro.....	19
MATÉRIA ESPECIAL: A trajetória das reser- vas internacionais na América do Sul duran- te a crise.....	26
Introdução.....	26
A perda de reservas entre os emergentes durante a crise.....	27
Trajetória recente das reservas e câmbio na América do Sul.....	29
Conclusão.....	33

### 1) PANORAMA MUNDIAL

O *World Economic Outlook*, divulgado pelo Fundo Monetário Internacional em setembro, mostra as últimas projeções feitas pela instituição para o crescimento econômico mundial (Tabela 1.1). De acordo com o documento, o mundo deve desacelerar o crescimento econômico para taxas próximas de 4% ao ano nos próximos anos. A desaceleração ocorrerá tanto nos países avançados como nos em desenvolvimento, mas será mais acentuada nos primeiros (para taxas anuais abaixo de 2%) do que nos últimos (para taxas anuais em torno de 6%). As economias mais afetadas pela desaceleração serão a Zona do Euro e o Reino Unido, com taxas anuais entre 1,1 e 1,6%. O maior crescimento econômico, por outro lado, continuará sendo da China, cujas taxas oscilarão entre 9,5 e 9,0% ao ano. No Brasil, espera-se que as taxas se mantenham abaixo de 4,0% nos próximos anos.

A Sinopse Internacional é de inteira responsabilidade de seus autores e não reflete a posição oficial do BNDES.

Fechamento da edição: 10/10/2011

E-mail: [sinopseinternacional@bndes.gov.br](mailto:sinopseinternacional@bndes.gov.br)

Tel: 55 – 21 – 2172-7369

Para receber a Sinopse Internacional diretamente em seu e-mail, entre em contato conosco.

Tabela 1.1: Projeções do crescimento mundial (%)

	FMI				Projeções IIF	
	2009	2010	2011p	2012p	2011p	2012p
<b>Mundo</b>	-0.7	5.1	4.0	4.0	3.4	3.6
<b>Economias Avançadas</b>	-3.7	3.1	1.6	1.9	1.4	1.8
EUA	-3.5	3.0	1.5	1.8	1.6	1.8
Zona do Euro	-4.3	1.8	1.6	1.1	1.7	1.3
Alemanha	-5.1	3.6	2.7	1.3	-	-
França	-2.6	1.4	1.7	1.4	-	-
Reino Unido	-4.9	1.4	1.1	1.6	-	-
Japão	-6.3	4.0	-0.5	2.3	-0.3	2.8
<b>Economias em Desenvolvimento</b>	2.8	7.3	6.4	6.1	6.3	6.0
Brasil	-0.6	7.5	3.8	3.6	3.5	3.3
México	-6.2	5.4	3.8	3.6	3.9	3.6
China	9.2	10.3	9.5	9.0	9.5	9.0
Índia	6.8	10.1	7.8	7.5	7.8	8.2
África do Sul	-1.8	2.8	3.4	3.6	3.5	3.9
Rússia	-7.8	4.0	4.3	4.1	4.2	4.0

Fontes: FMI (World Economic Outlook) e IIF (Global Economic Monitor)

A partir do segundo trimestre do presente ano, a economia mundial vem passando por um período de desaceleração, com a atividade econômica mais fraca em comparação com seu desempenho nos trimestres anteriores, menores graus de confiança tanto por parte dos consumidores como por parte dos empresários, e um maior risco de recessão. A desaceleração se deve a muitos fatores, tais como os desastres no Japão, com efeitos sobre a cadeia mundial da indústria automotiva, a restrição fiscal nas economias maduras e a elevação dos preços do petróleo e dos alimentos. Todavia, a maior parte desses fatores está a caminho de reversão. Porém, persistem dois graves problemas verificados no panorama macroeconômico mundial, o enfraquecimento da recuperação das economias desenvolvidas desde o início do ano, que era inesperada pelos analistas, e a incerteza sobre o futuro da política fiscal e os mercados financeiros globais.

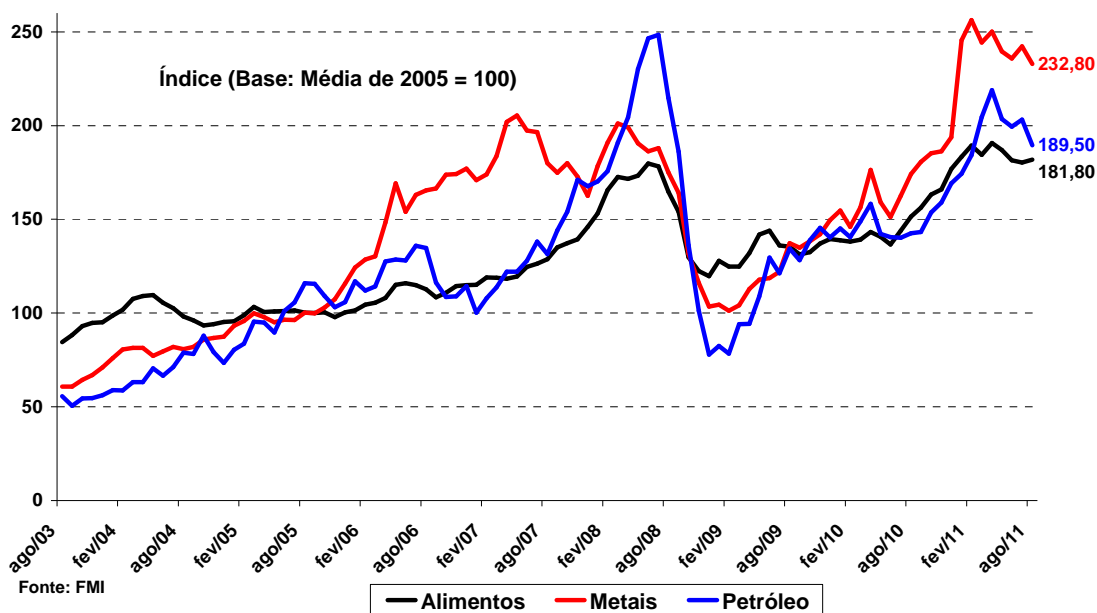
O enfraquecimento da recuperação das economias desenvolvidas acontece porque os estímulos fiscais adotados pelos países (com a exceção do Japão) estão cessando, e os governos estão fazendo ajustes, mas a demanda do setor privado não está ocupando o seu espaço. Por isso, essas economias precisam recorrer à demanda externa, das economias em desenvolvimento superavitárias em conta corrente (principalmente a China), para que não entrem em estagnação.

As incertezas em relação às finanças internacionais decorrem do ceticismo por parte dos mercados em relação à habilidade dos países em estabilizar suas dívidas públicas, sobretudo na Europa. Por consequência, os mesmos mercados estão mais céticos em relação aos bancos que carregam títulos públicos dos países mais endividados.

Nas economias em desenvolvimento, as incertezas são menores do que nas economias desenvolvidas, permitindo que suas taxas de crescimento econômico sejam maiores. Particularmente, a América Latina vem sendo beneficiada pelo alto nível do preço das *commodities* (Gráfico 1.1), e na Ásia o nível de atividade foi apenas modes-

tamente afetado pela estagnação externa, pelo impacto sobre as redes de produção manufatureira. Os maiores desafios são o sobreaquecimento de algumas delas, particularmente na Ásia e na América Latina e a volatilidade dos fluxos de capitais estrangeiros. Além disso, não se pode ignorar o risco de que uma possível recessão nos países desenvolvidos iniba sua demanda por exportações e provoque depreciação das *commodities* em nível internacional, acarretando problemas na conta corrente dos países periféricos.

**Gráfico 1.1: Índice dos preços das *commodities* (Base: Média de 2005=100)**



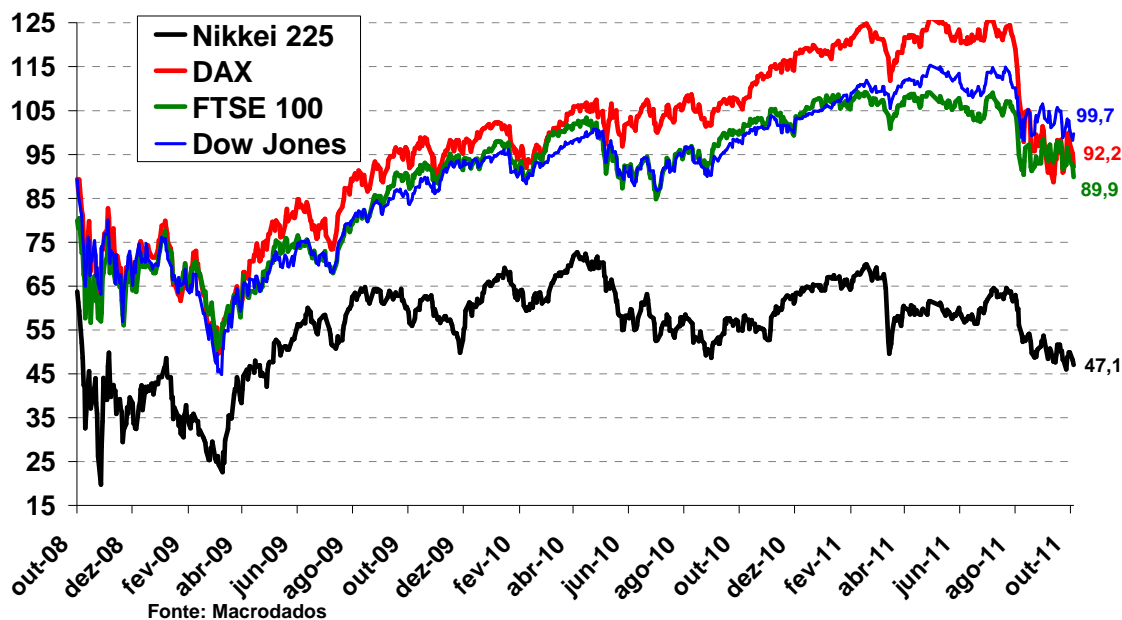
Nesse sentido, as perspectivas para o crescimento da produção e do consumo são distintas para as economias avançadas e os países em desenvolvimento. Em relação às economias avançadas, espera-se uma retomada modesta do crescimento nos próximos anos, e mais acentuada nos países com maiores relações comerciais com a Ásia, acompanhada da estagnação do consumo privado, provocado pelo aumento do desemprego, perda de confiança, e baixos preços das residências, pelo seu efeito sobre a riqueza pessoal. Em relação aos países em desenvolvimento, por outro lado, espera-se um crescimento robusto, mas em desaceleração, cujos principais desafios são as restrições de infraestrutura, e a estagnação do setor externo. O consumo nesses países, por outro lado, seguirá forte graças ao crescimento do emprego e da renda.

Os mercados cambiais internacionais apresentaram dois padrões de tendência nos últimos anos. Houve depreciação das moedas dos países desenvolvidos e dos mais afetados pela crise de 2008-09, como os Estados Unidos e o Reino Unido, o que foi visto como favorável para o ajuste externo dessas economias. Por outro lado, houve tendência de apreciação das moedas dos países em desenvolvimento e dos produtores de *commodities*, o que gerou preocupação em relação à perda de competitividade de seus produtos nos mercados internacionais e ao risco de desindustrialização em alguns

países. Por isso, algumas nações adotaram medidas políticas para deter a alta de suas moedas, como a intervenção direta do banco central (China).

Desde o segundo trimestre desse ano, o Euro e o Iene apresentaram tendência de apreciação, em acordo com os fundamentos econômicos observados, como a elevação da taxa de juros na zona Euro e a elevação dos gastos públicos no Japão em decorrência da reconstrução da infra-estrutura perdida com o terremoto e o tsunami em março. Nesse país, inclusive, o banco central passou a realizar intervenções no mercado para corrigir flutuações excessivas do câmbio. O dólar manifestou tendência de depreciação no período, também em acordo com os fundamentos econômicos da economia norte-americana (como as baixas taxas de juros e o acúmulo de déficits na balança comercial). A desvalorização é vista como positiva para a recuperação econômica do país. Nas economias em desenvolvimento, verificou-se maior estabilidade do comportamento cambial, pelo menos até as últimas semanas. Na China, o câmbio continua subvalorizado, tanto devido à composição das reservas do país como às políticas adotadas. No Brasil e na África do Sul, por outro lado, o câmbio se mostrou sobrevalorizado. Nas últimas semanas, como consequência da maior aversão ao risco pelo mercado financeiro decorrente do possível *default* da Grécia, houve tendência de rápida depreciação das moedas dos países em desenvolvimento e apreciação monetária dos países tidos como mais seguros, tais como a Suíça. O comportamento das bolsas mundiais está registrado no Gráfico 1.2.

Gráfico 1.2 – Bolsas Mundiais (Base: 03/01/2007 = 100)



## Desempenho Econômico Recente

### Estados Unidos

Durante os últimos meses, o principal assunto da economia norte-americana tem sido o debate sobre a política fiscal a ser adotada no futuro próximo. Até pouco tempo atrás, a preocupação dos seus gestores era como administrar o déficit público. Contudo, no atual momento, em que o ritmo de crescimento econômico está enfraquecido e o setor privado está mais voltado à redução de seu endividamento do que ao investimento, tomou-se a perspectiva de que uma política fiscal restritiva pode pôr a recuperação em risco. Por isso, o governo do país está mais preocupado em fazer com que a política fiscal apóie a recuperação econômica. Nesse sentido, em setembro o presidente Barack Obama elaborou uma proposta fiscal para o Congresso que inclui três pontos principais. Primeiro, um pacote de gastos de US\$ 447 bilhões (3,3% do PIB). Segundo, a redução de impostos sobre folhas de pagamento, contratações e aumentos salariais. Terceiro, a extensão de medidas de emergência contra a crise de 2008-09 que se encerrariam neste ano, como a compensação para o desemprego, a redução de impostos sobre a seguridade social e a aceleração da depreciação para gastos de capital. Como o clima político do país, de radicalização e polarização entre governo e oposição no Congresso, deverá impedir que todas as medidas sejam aprovadas, espera-se que a política fiscal seja de contração no próximo ano, mas não da magnitude que seria se não houvesse o pacote.

Outro ponto importante sobre as perspectivas da economia norte-americana é o risco de uma nova recessão. De acordo com o *Global Economic Monitor*, divulgado pelo *Institute of International Finance* (IIF), os fundamentos econômicos indicam que não há esse risco, apesar da redução da taxa de crescimento de 2,75% no segundo semestre de 2010 para 1% no primeiro semestre de 2011. Em primeiro lugar, não há sinais de cortes bruscos nos investimentos das empresas e nem de seus estoques. Em segundo lugar, a atividade real deu sinais de melhora em julho, ainda com sinais de desaceleração em agosto e setembro. Os gastos pessoais com consumo cresceram 2,7% no mês, houve crescimento do investimento em bens de capital, e as exportações acumularam alta de 4,9% no mês.

Ou seja, a trajetória da economia americana deverá ser de recuperação lenta, ainda operando com considerável capacidade ociosa e taxas de desemprego elevadas. Isso deverá se manter no médio prazo, enquanto o setor privado manter seu processo de ajuste de dívidas, os preços das residências mantiverem-se baixos - cerca de 32% abaixo dos valores de 2006 - e a confiança dos consumidores e investidores continuarem em queda.

Os dados do PIB para o segundo trimestre deste ano registram crescimento de 1,3%, em uma taxa anual sazonalmente ajustada. O destaque foi a variação das exportações, de 3,1%, ao passo que os gastos dos consumidores subiram 0,7%. O saldo em conta corrente registrou déficit de US\$ 118 bilhões no segundo trimestre, ante US\$ 119 bilhões no anterior. Os analistas esperavam que o déficit aumentasse. A produção

industrial teve crescimento de 0,2% em agosto em relação ao mês anterior, com destaque para o desempenho do setor automobilístico.

No varejo, o volume de vendas ficou estagnado em agosto, causado pela desconfiança dos consumidores provocada pelas disputas nas questões orçamentárias no Congresso e pelas dúvidas sobre a capacidade de pagamento do país em relação às suas dívidas. Os gastos de consumo cresceram 0,2% em agosto na comparação com julho, registrando tendência de desaceleração (o crescimento em julho ante junho foi de 0,7%). Parte do comportamento desse indicador pode ser explicada pela queda de 0,1% dos rendimentos dos consumidores no mesmo mês, o primeiro resultado negativo desde outubro de 2009.

A taxa de desemprego em agosto se manteve em 9,1%, mesmo com a criação de 103 mil novos postos de trabalho, acima do previsto de 60 mil novas vagas.

Em relação à inflação, o índice de preços ao consumidor registrou alta de 0,4% em agosto, 0,1 p.p. abaixo da taxa de julho, mas acima do esperado pelo mercado, com destaque para o segmento de alimentos. O núcleo do índice, que exclui alimentos e energia, teve alta de 0,2%. Em base anual, o IPC acumula alta de 3,8%. O índice de preços ao produtor se manteve estável em agosto em comparação com julho. Contudo, em comparação com agosto de 2010, a alta do indicador chega a 6,5%. Em relação à política monetária, o FED manteve a taxa básica de juros entre 0% e 0,25%, destacando o compromisso de manter os juros baixos até meados de 2013, tendo em vista a perspectiva de crescimento econômico lento e inflação estável.

## Europa

Na zona do Euro, a estimativa do PIB do segundo trimestre divulgada pela Eurostat foi de crescimento de 0,2% no segundo trimestre desse ano em relação ao anterior, e 1,6% em relação ao segundo trimestre de 2010. Na comparação trimestral, dentre os componentes do PIB, o maior crescimento aconteceu nas exportações. Os investimentos das empresas cresceram 0,2%, enquanto que o consumo das famílias e dos governos caíram 0,2% cada. A produção industrial cresceu 1% em julho ante junho e 4,2% em comparação com julho de 2010. Nesta base de comparação, os destaques foram a indústria alemã (+4,1%) e francesa (+1,6%). A taxa de desemprego em julho e agosto permaneceu no nível de 10,0%. Apesar das tensões no mercado financeiro e da desaceleração econômica, o Banco Central Europeu (BCE) manteve a taxa de juros em 1,5%, em reunião na primeira semana de outubro.

Na Europa, durante o segundo trimestre do ano o motor da economia foram as exportações. A demanda doméstica permaneceu reprimida. O consumo das famílias esteve em queda, com a deterioração dos preços dos ativos, a retração do crédito e a deterioração da confiança dos consumidores. Os gastos públicos também estiveram deprimidos graças aos programas de ajuste fiscal adotados pelos países, com queda de 0,7% em relação ao trimestre anterior. Da mesma forma, houve desaceleração dos

investimentos (variação de 0,6% ante 7,5% no trimestre anterior) e da produção industrial (variação de 0,9% ante 6,8%).

Dentre as causas da desaceleração econômica no segundo trimestre deste ano podem ser citadas a alta dos preços das *commodities* em relação à renda real disponível, o ajuste fiscal adotado por muitos países e a deterioração da confiança dos consumidores e dos investidores. Os países mais afetados pela desaceleração são os da periferia europeia, muitos deles com problemas de elevado nível de endividamento, tais como Grécia, Irlanda, Portugal, Islândia e Letônia. Por outro lado, os países do centro e do norte do continente estão em melhor condição financeira e suas atividades manufatureiras encontram-se em expansão, como a Alemanha, a Dinamarca, a Holanda, a Polônia, a Suécia e a Suíça.

Ou seja, no momento recente o padrão de crescimento econômico vem sendo desigual entre os países da região. Enquanto que os países centrais do continente apresentam crescimento mais acelerado e mercado interno mais aquecido, os países periféricos encontram-se estagnados. Por outro lado, se a desaceleração tomar conta do centro, dois fatores opostos podem ocorrer na periferia. Em primeiro lugar, o centro europeu é o principal mercado consumidor das exportações da periferia, de modo que haveria um reforço da tendência de estagnação. Por outro lado, daria espaço para o Banco Central Europeu diminuir os juros, fazendo com que o Euro se enfraqueça em relação as demais moedas mundiais, o que estimularia exportações para outros mercados consumidores.

Por outro lado, a Europa como um todo está vulnerável a riscos vindos do mercado financeiro, tanto no mercado de títulos públicos como no mercado de ativos. Tais riscos são motivados por incertezas fomentadas pela deterioração dos preços das ações e da confiança na capacidade de pagamento dos países periféricos mais endividados, principalmente a Grécia.

Todavia, dada a presente conjuntura, o Banco Central Europeu sinalizou que dará fim à política de retração monetária. Espera-se que a inflação continue contida com a estabilização dos preços das *commodities*.

## Japão

No Japão, o Departamento de Estatísticas informou que o PIB retraiu 0,5% no segundo trimestre desse ano em relação ao primeiro, e 2,1% em relação ao segundo trimestre de 2010. Para os analistas, isso indica que o efeito do terremoto e do *tsunami* em março sobre o investimento empresarial foi maior do que o esperado. A produção industrial cresceu 0,8% em agosto na comparação com julho, abaixo dos 1,5% esperado pelo mercado. Em relação a julho de 2010, todavia, o indicador registra queda de 3,0%. A balança comercial registrou déficit de 775,3 bilhões de ienes (US\$ 10,14 bilhões de dólares) em agosto. Em relação ao mesmo mês do ano anterior, as exportações cresceram 2,8%, e as importações, 9,9%. A taxa de juros foi mantida pelas autori-



dades monetárias entre 0% e 0,1%, com os objetivos de impulsionar a economia e combater a valorização do iene.

A trajetória da economia japonesa nos últimos meses esteve pautada pela recuperação após as catástrofes ocorridas em março, as quais afetaram sobretudo a indústria automotiva e de eletrônicos, incluindo suas cadeias produtivas em todo o mundo. Contudo, a recuperação está em processo de desaceleração, já que a produção industrial em julho cresceu apenas 0,4% em relação a junho, e há um notável enfraquecimento da encomenda de máquinas e das vendas no varejo nos últimos meses. Parte desse efeito pode ser explicada pela volatilidade financeira dos Estados Unidos e Europa contagiando os mercados do país, de modo a inibir investimentos privados. Além disso, o país vem atraindo demasiadamente fluxos de capitais nos últimos meses devido à aversão ao risco nos mercados internacionais. Isso está pressionando a valorização da moeda nacional (o iene), e prejudicando as exportações apesar das intervenções realizadas pelo banco central.

A inflação no Japão permanece em um patamar muito baixo, quase nulo. Em alguns períodos, verifica-se até mesmo deflação. Por isso, espera-se que a política monetária se mantenha expansionista, de juros baixos, no futuro próximo, como forma de eliminar o risco de nova deflação.

### Países Emergentes

De acordo com as estimativas do FMI, divulgadas no *World Economic Outlook* de setembro de 2011, as economias emergentes cresceram em sua totalidade 7,3% no ano de 2010, sendo de 6,1% o crescimento estimado para a América Latina e Caribe, e de 9,5% para a Ásia (ver Tabela 1.1). Parte do desempenho econômico dos países em desenvolvimento decorre do alto patamar em que os preços das *commodities* se estabeleceram, beneficiando os seus exportadores, do crescente dinamismo de seus mercados internos e da atração de investimentos diretos estrangeiros.

Na Ásia, a perspectiva da desaceleração econômica dos Estados Unidos e da Europa já afetou os mercados financeiros dos países emergentes, provocando desvalorizações cambiais de 3 a 7% em quase todos os países. Tais desvalorizações ocorreram por causa da fuga de capitais para economias tidas como mais seguras, dado o atual ambiente de maior aversão ao risco. A oscilação foi mais intensa nos países com maiores déficits em conta corrente, especialmente a Índia (7%), ao passo que na China praticamente não houve variação. Nesse país também pesou a atuação do Banco Central, não permitindo a desvalorização do *yuan* para não fomentar riscos de aceleração inflacionária.

Muitos analistas questionam se uma possível recessão nos Estados Unidos e na Europa podem enfraquecer o crescimento econômico dos países asiáticos emergentes por meio da redução de sua demanda por importações. O relatório do IIF afirma que não – mesmo que a crise externa desacelere o ritmo da atividade econômica na Ásia, a região deverá seguir crescendo acima da média mundial – e isso se justifica de acordo com uma série de fatores. Primeiro, a diversificação da pauta de exportações faz com

que os países da região sejam menos dependentes dos Estados Unidos e da Europa do que se imagina, de modo que suas exportações podem continuar crescendo mesmo com a estagnação dessas economias. Segundo, não se espera haver recessão nas economias desenvolvidas, mas sim o prosseguimento de baixas taxas de crescimento. Terceiro, os bancos centrais da região (menos Índia e China) estão sinalizando o encerramento do atual ciclo de aperto monetário. Quarto, os preços das *commodities* pararam de subir, e, nos casos dos metais e do petróleo, seguem uma ligeira queda nos últimos meses. Quinto, a demanda interna é capaz de liderar o crescimento dessas economias, sobretudo na China.

O crescimento econômico chinês nos próximos anos deve desacelerar de 10,5% ao ano para cerca de 9%, puxado principalmente pelos investimentos domésticos. Por outro lado, a política monetária deve continuar restritiva para controlar a inflação, por meio da imposição de limites para o crescimento do crédito, elevações da taxa de juros e aumento dos requerimentos de reservas bancárias.

Na Índia, o crescimento econômico do país vem seguindo taxas anuais próximas aos 7,5% e é liderado pelo consumo privado doméstico. A taxa de investimento está retraída, mais afetada pelas incertezas do mercado financeiro internacional. A inflação vem acelerando para índices de dois dígitos, causada pelas baixas taxas reais de juros e pelo crescimento do crédito, o que pode provocar reação de ajuste dos juros e do crédito por parte da política monetária.

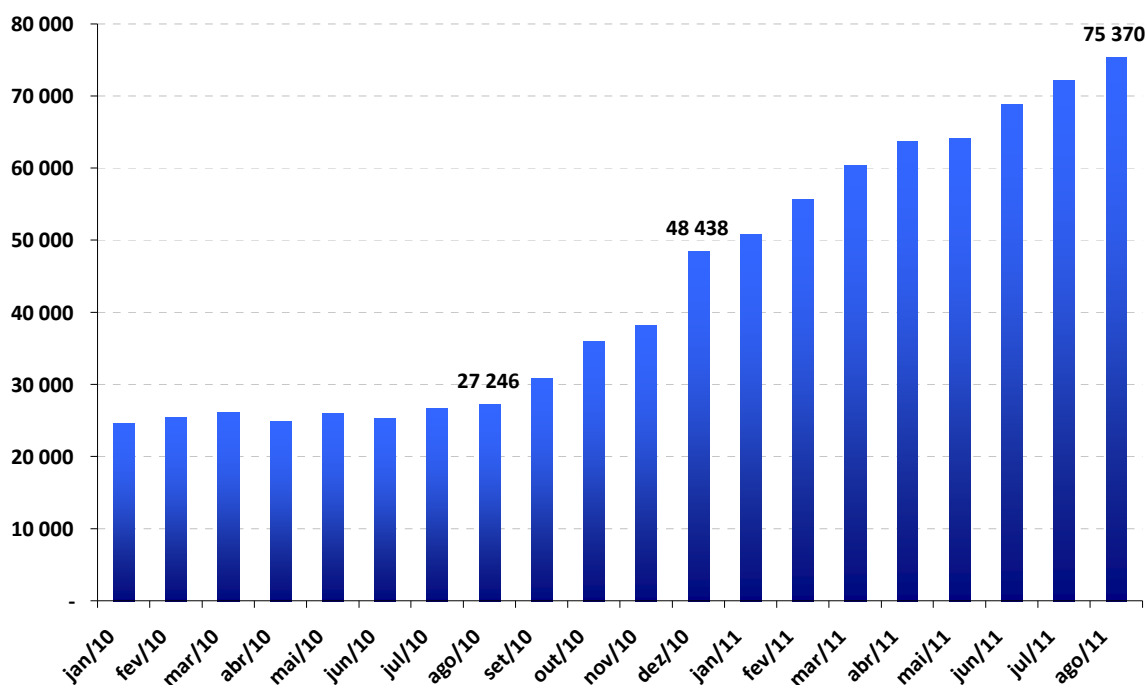
De um modo geral, a aceleração inflacionária continua pressionando as economias emergentes asiáticas, sobretudo nas economias com maior crescimento recente no volume de crédito, produto mais aquecido e políticas mais flexíveis. Tal aceleração tem o efeito de ao mesmo tempo reduzir o custo do capital para os investidores e de elevar progressivamente as expectativas de inflação do público.

Na América Latina, apesar da estagnação dos países desenvolvidos e a crescente aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais, o investimento estrangeiro direto (IED) cresceu 30% em 2011, para cerca de 120 bilhões de dólares, sendo que cerca de metade desse valor foi direcionado para o Brasil. O IIF aponta uma série de fatores que fazem com que a América Latina seja uma região propícia a investimentos, apesar da atual conjuntura macroeconômica externa. Primeiro, as taxas de crescimento econômico maiores em comparação com outras regiões do mundo. Segundo, a abundância e a diversidade de *commodities* para exportação. Terceiro, a credibilidade das políticas macroeconômicas adotadas em muitos países da região. Quarto, os menores riscos políticos. E por fim, o crescimento da classe média como mercado consumidor. O IED no Brasil passou de 27,2 bilhões de dólares em agosto de 2010 (1,32% do PIB) para 75,3 bilhões em agosto de 2011 (3,22% do PIB) no acumulado em 12 meses, conforme registra o Gráfico 1.3 (ver também seção “Investimentos externos diretos no mundo e no Brasil”).

O crescimento econômico da América Latina esteve acima da média mundial nos últimos anos, e em aceleração em 2010 e no início de 2011, graças ao aquecimento da demanda doméstica por atração de investimentos estrangeiros e termos de troca

favoráveis devido ao preço das *commodities* nos mercados internacionais. Contudo, a partir do segundo trimestre, as economias da região passaram por um processo de desaceleração, reforçada pela estagnação da economia externa e do preço das *commodities*. Além disso, os países passaram a adotar políticas mais restritivas para combater o sobreaquecimento econômico, o qual se manifestava em muitas nações na forma de taxas de inflação acumulada acima da meta, déficits em conta corrente, acelerado crescimento do volume de crédito e valorização dos ativos e das taxas de câmbio. Para os próximos anos, espera-se que o crescimento econômico seja maior nas economias exportadoras de *commodities* (Argentina, Chile, Paraguai, Peru e Uruguai) do que nas mais dependentes das economias desenvolvidas (México, América Central, Caribe).

**Gráfico 1.3 – Investimentos Estrangeiros Diretos no Brasil, saldo acumulado em 12 meses (US\$ milhões)**



A inflação deve se desacelerar nos próximos períodos e convergir para dentro das metas de inflação nos países que adotam esse regime de política, graças à estabilização dos preços das *commodities* e à desaceleração econômica. O cenário externo deve reduzir a pressão inflacionária e reverter a tendência dos bancos centrais adotarem políticas contracionistas. No Brasil, no último mês, o Banco Central reduziu a taxa de juros em 0,5 ponto percentual tendo em vista exatamente o cenário externo em desaceleração.

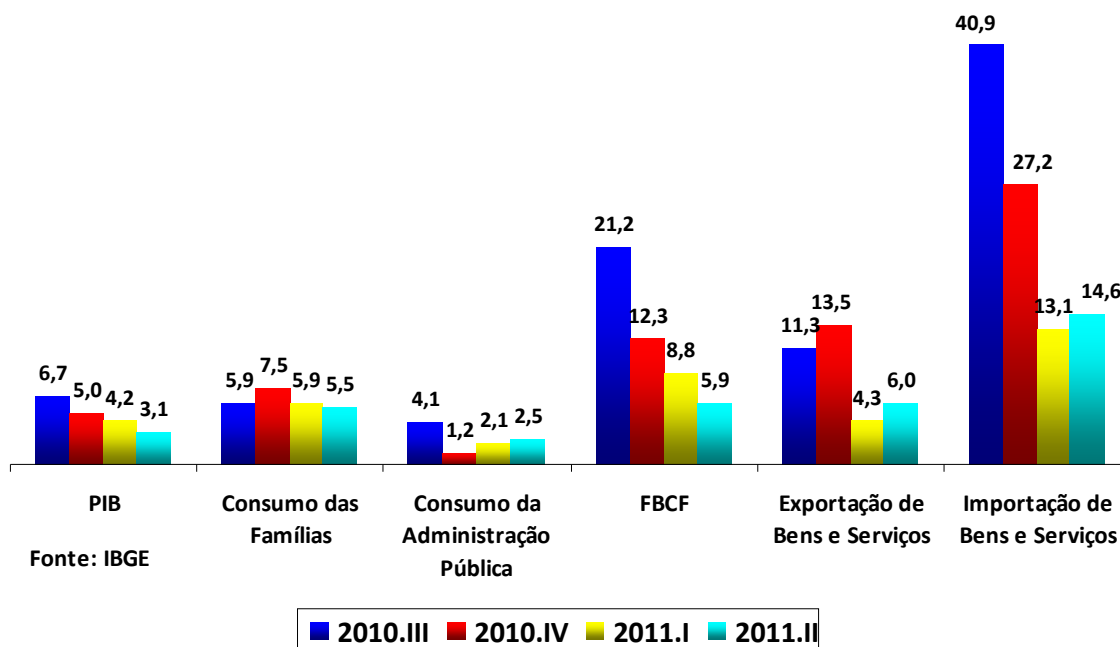
No Brasil, segundo dados divulgados pelo IBGE, o produto interno bruto a preços de mercado e com ajuste sazonal teve aumento de 0,8% no segundo trimestre deste ano em relação ao trimestre imediatamente anterior, chegando a R\$ 1.021,8 bilhões em valores correntes. Em relação ao segundo trimestre de 2010, o PIB a preços de

mercado registrou crescimento de 3,1%, ante 4,2% verificados no primeiro trimestre de 2011 (em comparação a igual trimestre de 2010). A desaceleração da taxa de crescimento foi generalizada entre os setores econômicos: os serviços tiveram aumento de 3,4% (ante 4,0% no trimestre anterior), a indústria teve aumento de 1,7% (ante 3,5%), e a agropecuária permaneceu estagnada (ante crescimento de 3,1%). Na indústria, o destaque foi o subsetor de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana (3,4%). Nos serviços, o destaque foram os serviços de informação (5,5%). Dentre os componentes da demanda agregada (Gráfico 1.3), a FBCF foi o destaque, com crescimento de 5,9% no período. Ainda que tenha ocorrido uma desaceleração da FBCF em relação ao primeiro trimestre de 2011, o crescimento ficou expressivamente acima da taxa de expansão média do PIB no período. O consumo das famílias teve alta de 5,5% que pode ser explicada pela elevação da massa salarial real e pelo aumento do saldo de operações de crédito do sistema financeiro com recursos livres para pessoas físicas.

No acumulado dos últimos 4 trimestres, o PIB a preços de mercado cresceu 4,7% em relação ao mesmo período do ano anterior (Gráfico 1.4). A indústria cresceu 4,4%, influenciada sobretudo pelo subsetor de extração mineral (9,3%). Os serviços cresceram 4,2%, puxados pelo subsetor de intermediação financeira e seguros (8,4%). Na análise da demanda agregada, destacou-se o crescimento de 11,9% da formação bruta de capital fixo.

**Gráfico 1.4: Componentes da Demanda**

Taxa de variação em relação ao ano anterior (%)



**Box 1.1: Estagnação Econômica, Desindustrialização e Mercado de Trabalho**

As economias desenvolvidas enfrentaram uma grande elevação das taxas de desemprego durante a recessão de 2008-09, conforme mostra a Tabela 1.2. Após o vale da crise, contudo, é notável que a recuperação econômica esteja sendo muito mais lenta do que se esperava. Porém, mesmo se a recuperação voltar a acelerar, problemas estruturais no mercado de trabalho devem continuar, segundo mostram estudos feitos por especialistas no tema. Os efeitos da globalização das cadeias produtivas e as mudanças tecnológicas nas últimas décadas estão reorganizando a divisão mundial do trabalho, transferindo empregos no setor manufatureiro e de média renda para países em desenvolvimento, sobretudo no leste asiático.

**Tabela 1.2: Evolução da Taxa de Desemprego em Diferentes Países (%)**

País	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
<b>Africa do Sul</b>	26,7	25,5	22,2	22,9	23,9	24,9	24,5
<b>Espanha</b>	9,2	8,5	8,3	11,3	18,0	20,1	20,7
<b>Turquia</b>	10,6	10,2	10,2	10,9	14,0	11,9	10,5
<b>França</b>	9,3	9,2	8,4	7,8	9,5	9,8	9,5
<b>Estados Unidos</b>	5,1	4,6	4,6	5,8	9,3	9,6	9,1
<b>Itália</b>	7,7	6,8	6,1	6,8	7,8	8,4	8,2
<b>Reino Unido</b>	4,8	5,4	5,4	5,6	7,5	7,9	7,8
<b>Canadá</b>	6,8	6,3	6,1	6,2	8,3	8,0	7,6
<b>Rússia</b>	7,6	7,2	6,1	6,4	8,4	7,5	7,3
<b>Argentina</b>	11,6	10,2	8,5	7,9	8,7	7,8	7,3
<b>Indonésia</b>	11,2	10,3	9,1	8,4	7,9	7,1	6,8
<b>Brasil</b>	9,8	10,0	9,3	7,9	8,1	6,7	6,7
<b>Alemanha</b>	11,2	10,2	8,8	7,6	7,7	7,1	6,0
<b>Austrália</b>	5,1	4,8	4,4	4,3	5,6	5,2	5,0
<b>Japão</b>	4,4	4,1	3,8	4,0	5,1	5,1	4,9
<b>México</b>	3,6	3,6	3,7	4,0	5,5	5,4	4,5
<b>China</b>	4,2	4,1	4,0	4,2	4,3	4,1	4,0
<b>Coréia do Sul</b>	3,7	3,5	3,3	3,2	3,7	3,7	3,3

\*Projeção.

Fonte: FMI, WEO de Setembro de 2011

Desde a década de oitenta, as mudanças tecnológicas relacionadas aos processos de produção vem favorecendo os trabalhadores mais qualificados dos países desenvolvidos, em detrimento dos trabalhadores de média renda. Os avanços no setor de comunicações e na informática permitiram a transferência das linhas de produção para os países em desenvolvimento, os quais contam com disponibilidade de mão-de-obra barata, ao passo que os centros de pesquisa e de administração das grandes empresas continuaram nos países mais avançados.

O resultado disso é que, por um lado, a nova divisão internacional do trabalho colaborou com o crescimento econômico e a geração de empregos e salários em alguns países em desenvolvimento, assim como permitiu a redução dos preços dos bens

manufaturados para os consumidores em nível mundial. Por outro lado, contudo, causou uma polarização de renda no mercado de trabalho em outras economias, principalmente as mais desenvolvidas. Isso acontece devido à desindustrialização, isto é, a perda de empregos nas indústrias mais produtivas, os quais são transferidos para outros países, e a conseqüente migração dos trabalhadores para setores menos produtivos, como o de serviços pessoais. O resultado disso é a histerese do desemprego – a elevação de sua taxa estrutural – e a perda de renda real de muitos trabalhadores de classe média.

Para mitigar os efeitos sociais da desindustrialização, é indispensável que sejam criadas políticas de melhor treinamento e educação da mão-de-obra – assim como investimentos no aumento de produtividade nos setores não-manufatureiros. Além disso, no curto prazo, políticas de redistribuição de renda são bem vindas para contrabalançar a polarização social.

Para combater os riscos da desindustrialização, é fundamental o uso da política industrial para manter a atividade manufatureira internacionalmente competitiva e gerando empregos e renda.

#### Referências:

FERREIRA, F.; PRENNUSHI, G.; RAVALLION, M. Protecting the poor from macroeconomic shocks: an agenda for action in a crisis and beyond. Washington, DC.: World Bank, 2000. 28 p. (Working paper, n. 2160)

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL, World Economic Outlook. Setembro de 2011;

LUSTIG, N. Crises and the poor: socially responsible macroeconomics. Washington, DC.: Interamerican Development Bank, Sustainable Development Department, 2000. 36 p. (Working paper, n. 108);

RAVALLION, M. Pro-poor growth: a primer. Washington, DC.: World Bank, March 2004. 28 p. (Policy research working paper, n. 3242).

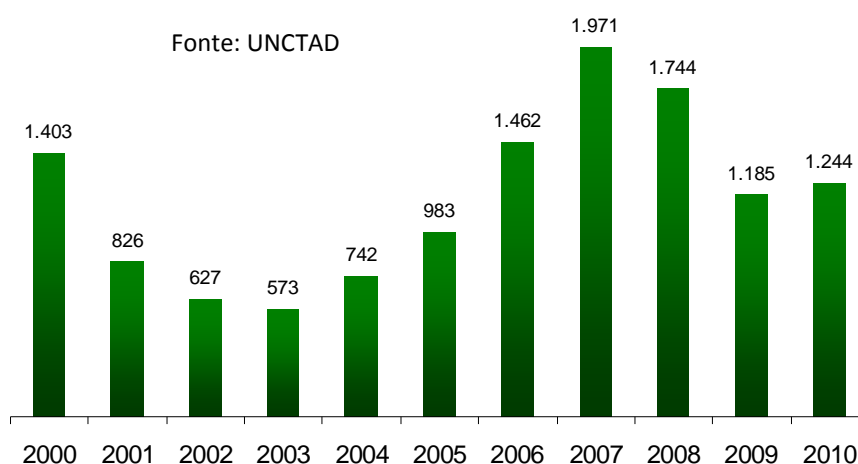
TOBIN, J. Poverty in relation to macroeconomic trends, cycles and policies. In: IRP-ASPE CONFERENCE. Poverty and public policy: what do we know? What should we do? 1993. Disponível em: <http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d10a/d1030-r.pdf>.

## 2) INVESTIMENTOS EXTERNOS DIRETOS NO MUNDO E NO BRASIL

Tendências: aumento do risco de nova recessão pode interromper recuperação dos investimentos externos

Os investimentos das empresas transnacionais em mercados diferentes de seus países de origem (investimentos externos diretos – IED) vêm se recuperando em ritmo lento após a crise de 2007-2008. O levantamento final da Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD), agência da ONU especializada no acompanhamento dessas estatísticas, registrou investimentos de US\$ 1,244 trilhão em 2010, medidos pelos fluxos de entrada. O valor representa um aumento de 5% sobre o montante de 2009, mas ainda é cerca de 37% menor que o pico de quase US\$ 2 trilhões registrado em 2007 (Gráfico 2.1). Os resultados finais de 2010 por região são apresentados na tabela abaixo (Tabela 2.1).

**Gráfico 2.1: Evolução dos fluxos de IED no mundo**  
Fluxo de entrada em US\$ bilhões



**Tabela 2.1: Fluxos de IED por Região 2009-2010\***  
US\$ bilhões e variação %\*\*

Região	2009	2010	Var. %
Mundo	1.185,03	1.243,67	4,95
Economias Desenvolvidas	602,83	601,91	(0,15)
Economias em Desenvolvimento	510,58	573,57	12,34
África	60,17	55,04	(8,52)
América Central e Caribe	85,71	72,69	(15,19)
América do Sul	55,29	86,48	56,42
Leste e Sudeste da Ásia	199,08	267,70	34,47
Sul e Oeste da Ásia	108,45	90,15	(16,88)
Outras	1,89	1,51	(19,92)
Economias em Transição	71,62	68,20	(4,78)

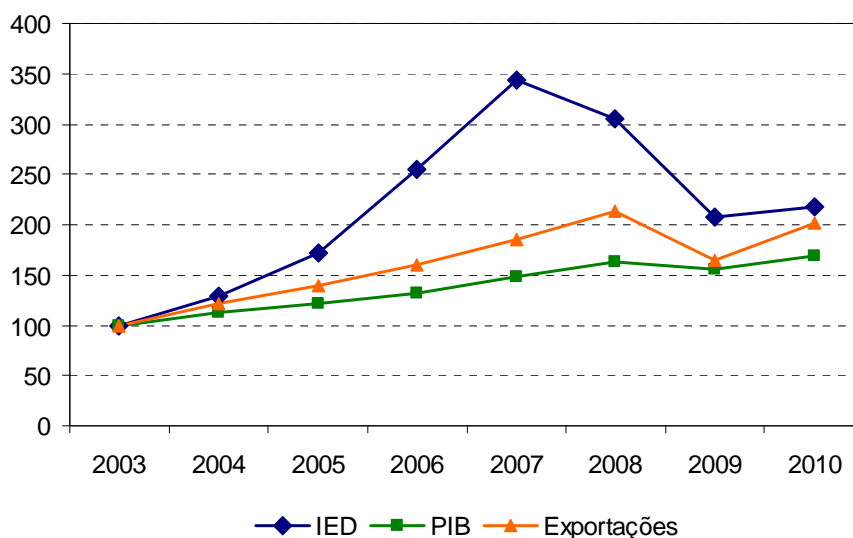
Fonte: UNCTAD

\* Valores finais para os fluxos de entrada

\*\* Variações negativas entre parênteses

O comportamento dos investimentos diretos externos contrasta com o do PIB e do comércio mundial. Estes últimos já recuperaram os níveis pré-crise. Deve-se notar, no entanto, que os investimentos diretos cresceram em ritmo muito mais intenso que as outras duas variáveis nos anos que antecederam a crise financeira de 2007-2008 (Gráfico 2.2), o que reflete sua maior sensibilidade a mudanças na percepção de risco do ambiente econômico.

**Gráfico 2.2: Evolução comparada IED, PIB e Exportações**  
Índice (base: 2003=100)



Fonte: UNCTAD; elaboração própria

O crescimento do IED em 2010, ainda que modesto, se revelou maior do que o antecipado pelos levantamentos preliminares da UNCTAD, que apontavam virtual estagnação em relação a 2009. Isso sugere que a recuperação vinha ganhando ímpeto no período recente. De fato, o índice trimestral de investimento externo global da UNCTAD, no qual a agência baseia suas estimativas de tendência, mostrava, para o primeiro trimestre de 2011, um crescimento de 19%, em relação a igual período do ano passado.

Com base nessa tendência e em um modelo econométrico com dados de 15 anos para mais de 90 países, a UNCTAD estimou, em julho último, que os fluxos de IED em 2011 iriam se situar na faixa de US\$ 1,4 trilhão a US\$ 1,6 trilhão (US\$ 1,5 trilhão no cenário base) e, com isso, retornar aos níveis pré-crise. Em 2012, esse montante subiria para US\$ 1,7 trilhão e, finalmente, em 2013 voltaria a atingir o nível recorde de 2007.

No entanto, a piora recente e acentuada das perspectivas da economia mundial lança considerável incerteza sobre essas estimativas, especialmente a curto prazo, e mesmo o limite inferior da taxa de projeção da UNCTAD pode se revelar otimista. Os impactos da deterioração de expectativas sobre os investimentos externos diretos, porém, não devem ser uniformes; tendem a ser maiores para os países desenvolvidos, que foram o epicentro da crise de 2007-2008 e as principais vítimas de seus efeitos



secundários, como o aumento da dívida pública e as crises de confiança associadas a esse aumento.

A tendência de que os fluxos de investimentos se dirijam majoritariamente para as economias em desenvolvimento, especialmente da Ásia e da América do Sul, como se observou em 2010, deve ser reforçada a curto e médio prazos. Em primeiro lugar porque o dinamismo maior dessas economias deverá oferecer melhores oportunidades de investimentos para as empresas transnacionais dos próprios países desenvolvidos. A edição de 2011 da Pesquisa sobre as Perspectivas do Investimento Mundial da UNCTAD, realizada mediante consulta a uma amostra de empresas transnacionais, revelou que, dentre os 20 destinos de investimentos mais citados pelas empresas para o período 2011-2013, 14 eram países em desenvolvimento (PEDs). Os cinco principais destinos citados, em ordem decrescente de citações, foram China, EUA, Índia, Brasil e Rússia.

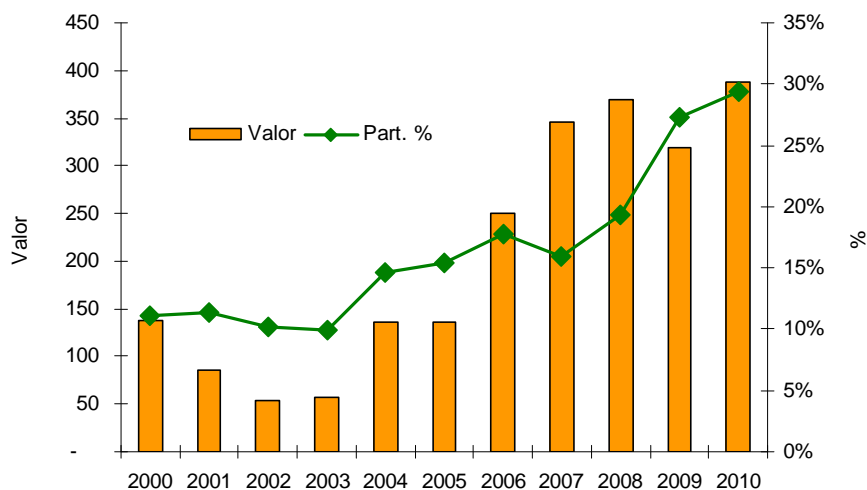
Outra razão pela qual esperar que se reforce a tendência de direcionamentos dos investimentos para os países em desenvolvimento é o fato de que esses países se tornaram eles próprios fonte importante de investimentos diretos e que as empresas transnacionais originadas nesses países dirigem mais comumente seus investimentos a outros países também em desenvolvimento.

#### Resultados gerais de 2010: países em desenvolvimento se destacam também como origem do IED

Um destaque do comportamento do IED em 2010, quando medido pelos fluxos de entrada, foi o fato de que, pela primeira vez, mais da metade do total (55%) se destinou aos países em desenvolvimento e em transição (Sinopse Internacional nº 15, de abril de 2011). Quando medidos pelos fluxos de saída, detalhados mais recentemente pela UNCTAD, os investimentos diretos em 2010 consolidaram o aumento da importância dos países em desenvolvimento também enquanto origem de investimentos externos diretos. Dentre os 20 países de maior emissão de investimentos no ano passado, figuram China, na 5ª posição, Rússia, na 8ª e Índia, na 20ª (dos países do BRIC, apenas o Brasil não figura entre os 20 maiores investidores, mas está na 25ª posição).

Em conjunto, os investimentos provenientes dos países em desenvolvimento e em transição somaram US\$ 388 bilhões em 2010 e representaram 29% do total, em comparação com 16% em 2007. O valor investido cresceu 21% em relação ao atingido um ano antes (Gráfico 2.3). Mas, assim como se observa na avaliação pelo destino, o desempenho dos países varia de forma significativa entre si.

**Gráfico 2.3: Fluxos de saída de IED dos países em desenvolvimento e em transição**  
Valor e participação no fluxo mundial – US\$ bilhões e %



Fonte: UNCTAD

A China, incluindo Hong Kong, é o país que mais responde pelo crescimento da importância dos países em desenvolvimento enquanto investidores. Em 2010, os fluxos dali provenientes atingiram o nível recorde de US\$ 144 bilhões, correspondentes a 37% do total oriundo dos PEDs. Com esse resultado, segundo o Relatório da UNCTAD (World Investment Report 2011), as empresas chinesas já ultrapassaram as japonesas em investimentos no exterior.

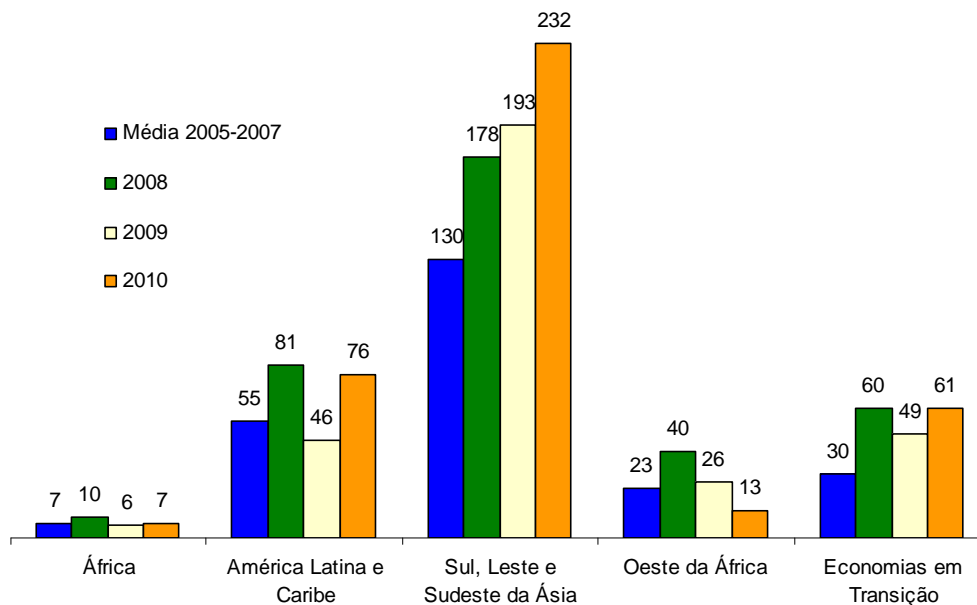
Os investidores da Região Sul, Leste e Oeste da Ásia são os únicos que, em conjunto, ultrapassaram os níveis pré-crise. De fato, para esses investidores a crise parece ter funcionado como uma oportunidade para expansão de investimentos: a região foi a única em que os investimentos no exterior não caíram em 2009 (Gráfico 2.4).

A segunda região mais importante enquanto origem de investimentos, ainda que em extensão bem menor que a Ásia, foi a América Latina e o Caribe, liderada pelo desempenho de Brasil, Chile, Colômbia e México. Os investimentos oriundos desses quatro países somaram US\$ 41,1 bilhões e representaram 53,9% do total dos investimentos originados na América Latina.

Com relação ao destino dos investimentos, o Relatório da UNCTAD aponta que, em 2010, 70% dos projetos de IED com origem nos PEDs foram investidos na mesma região. Foram registrados sete grandes negócios (acima de US\$ 3 bilhões) envolvendo economias em desenvolvimento e em transição, comparados a apenas dois em 2009. Ainda assim, foi destaque o fato de que as empresas asiáticas expandiram suas aquisições para além de sua própria região: os investimentos da China na América Latina, por exemplo, cresceram de forma substancial.

**Gráfico 2.4: Fluxos de saída de IED dos países em desenvolvimento e em transição por região**

Valores em US\$ bilhões



Fonte: UNCTAD

### Brasil: país continua a atrair montante recorde de IED

O Brasil aparece em posição de destaque no Relatório sobre Investimentos Mundiais da UNCTAD, tanto como país de destino como de origem de investimentos diretos na Região da América Latina e do Caribe. Em 2010, ano em que os fluxos líquidos de IED para o Brasil totalizaram um volume recorde de US\$ 48,5 bilhões, o país foi o destino de 30% do total de IED que ingressou na região; quando considerada apenas a América do Sul, a participação do Brasil sobe para 56%.

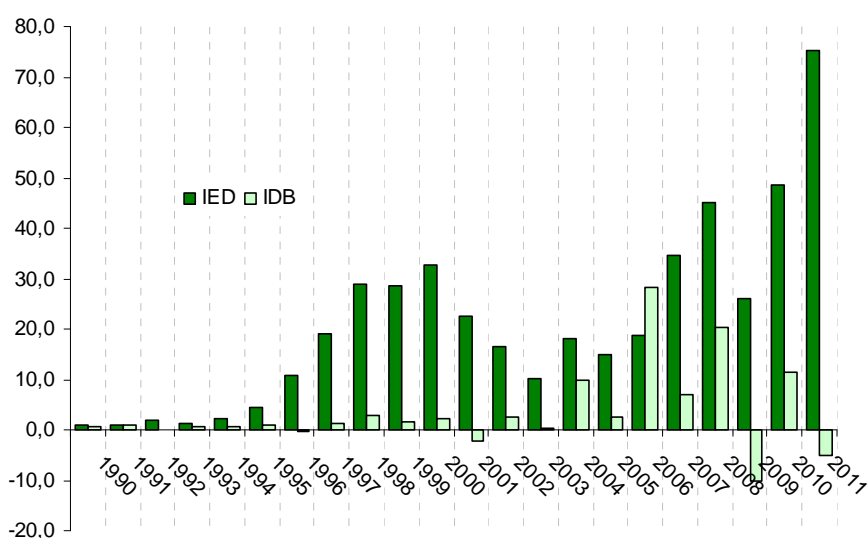
Também enquanto origem de investimento o desempenho do Brasil tem peso importante, ainda que menor do que no caso do destino. Em 2010, o investimento direto do Brasil somou US\$ 11,5 bilhões e representou 15% de todo o investimento direto que se originou na América Latina e Caribe. Impulsionadas pelo forte crescimento econômico doméstico, as transnacionais latino-americanas aumentaram os seus investimentos no exterior, tanto em novos projetos, como em fusões e aquisições. No caso do Brasil, a UNCTAD destaca as aquisições que as empresas Vale, Gerdau, Camargo Correa, Votorantim, Petrobras e Braskem fizeram nos países desenvolvidos.

Os resultados de 2011 até agosto mostram que os investimentos diretos externos destinados ao Brasil continuam em expansão: o acumulado de US\$ 44,0 bilhões nos primeiros oito meses do ano supera em 157% o valor correspondente do ano passado. Já os investimentos originados no Brasil voltaram a mostrar resultado negativo, de US\$ 10,8 bilhões. Isso se explica pelo crescimento acentuado (48%) das receitas

com empréstimos intercompanhias, algo que também havia sido observado em 2009 (Gráfico 2.5).

As projeções mais recentes do Banco Central do Brasil para 2011, de acordo com o Relatório de Inflação divulgado em setembro, são de investimentos diretos externos no Brasil de US\$ 60,0 bilhões, o que representa um aumento de 24,0% em comparação com o ano passado. No caso dos investimentos diretos brasileiros no exterior, a projeção do BC é de um resultado negativo de US\$ 10,0 bilhões. Se confirmados, esses montantes afetarão de modo significativo o resultado para a região como um todo.

**Gráfico 2.5: Investimentos diretos para o Brasil (IED) e do Brasil (IDB)**  
Valores líquidos em US\$ bilhões



Fonte: UNCTAD

### 3) COMÉRCIO EXTERIOR BRASILEIRO

No final de setembro de 2011, as estimativas da Organização Mundial do Comércio para o crescimento do volume do comércio mundial no ano foram revistas para 5,8%. A previsão originalmente realizada em 22 de abril era de 6,5% e a revisão é creditada pelos economistas da instituição aos acontecimentos da economia mundial desde então, tal como os efeitos do terremoto no Japão, do impasse em relação ao orçamento nos EUA e a piora da percepção de risco associada à dívida soberana na Zona do Euro.

As taxas de crescimento econômico devem ser maiores nos países em desenvolvimento, segundo as estimativas da OMC, bem como o mesmo resultado se espera para suas exportações. A expansão real do PIB dos países em desenvolvimento é projetada em 5,9% e a de suas exportações, 8,5%. Nos países desenvolvidos, as estimativas são de, respectivamente, 1,5% e 3,7%.

No Brasil, a estimativa para o total das exportações para o ano de 2011 foi definida em US\$ 257 bilhões no início de setembro pelo MDIC. A taxa de crescimento (27%) do valor exportado em relação ao ano anterior resultante dessa estimativa é superior ao projetado para a média mundial (18%). Portanto, a realização do resultado implicará mais um incremento do *market share* do Brasil no comércio mundial. Em 2010, a participação brasileira no total exportado no mundo foi de 1,3% e já vinha apresentando crescimento nos últimos anos devido à expansão das exportações de *commodities*.

Um fator importante para a trajetória das exportações é a evolução de preços das principais *commodities*. Com o recrudescimento da crise europeia nas últimas semanas, os preços de algumas *commodities* apresentaram a maior contração desde 2008. Alguns dos principais setores atingidos foram de minérios, mas também houve contração em alimentos. A desvalorização da maioria das moedas em relação ao dólar também agravou o quadro, devido ao consequente ajuste de preços dos produtos face à nova realidade cambial. Com variações abruptas em taxas de câmbio, os compradores pressionam os exportadores a reduzirem seu preço em dólares, pois já estariam recebendo um valor maior em moeda local.

Para o caso do Brasil, a evolução dos preços das suas principais *commodities* exportadas tem mostrado resultado positivo. Os três principais produtos brasileiros apresentaram, no mês de setembro, alta em relação ao mesmo mês do ano passado: 12,3% para minério de ferro, 27,0% para soja em grão e 37,1% para açúcar em bruto. Mesmo na comparação de agosto para setembro de 2011, considerado internacionalmente como um dos piores dos últimos tempos para os mercados de *commodities*, grande parte dos produtos brasileiros conseguiu manter seu preço e foi rara a verificação de fortes variações. A maior exceção foi referente às vendas de suco de laranja, cujo preço declinou 16,6% em relação ao mês anterior. O preço médio do minério de ferro exportado declinou apenas -1,3%, enquanto soja em grão e açúcar bruto conseguiram preços maiores, respectivamente, de 1,0% e 1,9% em relação aos de agosto.

No total das exportações, o mês passado foi o melhor setembro já registrado no histórico brasileiro, ao alcançar o valor de US\$ 23,3 bilhões (Tabela 3.1). No acumulado de doze meses, as exportações apresentaram valor recorde (US\$ 190 bilhões; +30,4% em relação ao mesmo período do ano passado), bem como as importações (US\$ 167 bilhões; +25,6%). O superávit acumulado (US\$ 23 bilhões) foi o dobro do mesmo período do ano passado. As três categorias de produtos apresentaram crescimento: básicos (US\$ 91 bilhões; +39,8%), semimanufaturados (US\$ 27 bilhões; +34,6%) e manufaturados (US\$ 68 bilhões; +18,4%).

**Tabela 3.1: Exportação, importação e saldo do Brasil por blocos - janeiro a setembro de 2011 e 2010**  
US\$ milhões FOB

	Exportações		Var. % 2011/10	Importações		Var. % 2011/10	Saldo	
	2011	2010		2011	2010		2011	2010
Ásia	57.014	40.768	39,8%	52.376	40.625	28,9%	4.638	143
– China	33.571	23.192	44,8%	24.126	18.214	32,5%	9.445	4.978
América Latina e Caribe	41.795	34.164	22,3%	27.710	22.230	24,7%	14.085	11.934
– Argentina	16.891	13.033	29,6%	12.388	10.605	16,8%	4.503	2.428
União Européia	39.741	30.785	29,1%	34.100	28.688	18,9%	5.641	2.097
EUA (1)	18.652	14.155	31,8%	24.970	19.953	25,1%	-6.318	-5.798
Oriente Médio	9.267	7.455	24,3%	4.336	3.247	33,5%	4.931	4.208
África	8.733	6.555	33,2%	11.614	8.686	33,7%	-2.881	-2.131
Europa Oriental	4.423	3.560	24,2%	3.654	2.063	77,1%	769	1.497
Demais	10.375	7.487	38,6%	8.206	6.741	21,7%	2.169	746
<b>Total</b>	<b>190.000</b>	<b>144.929</b>	<b>31,1%</b>	<b>166.966</b>	<b>132.234</b>	<b>26,3%</b>	<b>23.034</b>	<b>12.695</b>

Fonte: SECEX/MDIC

(1) inclui Porto Rico

No *ranking* mundial de maiores exportadores, acompanhado pela OMC, o Brasil ocupou o 22º lugar no ano passado (Tabela 3.2). De forma geral, os principais destaques foram (i) a consolidação da China como principal exportador mundial, ao abrir expressiva diferença em relação ao segundo colocado; e (ii) o fato de os Estados Unidos conseguirem superar a Alemanha, por terem apresentado uma melhor recuperação de suas vendas externas após a drástica contração do comércio exterior mundial no anterior. Outros dois países que chamaram atenção nas estatísticas da OMC foram Índia e Austrália: ambos conseguiram taxas de crescimento de suas exportações superiores a 70% no acumulado dos últimos cinco anos e superaram o Brasil.

As relações de maiores exportadores divulgadas pelas instituições que acompanham o comércio exterior mundial, entre as quais a da própria OMC, não levam em consideração todavia a ponderação por valor agregado em cada país. Ou seja, o quanto que realmente é o conteúdo local de um país nas exportações finais registradas em sua balança comercial. O fato de as indústrias atualmente serem cada vez mais baseadas em cadeias de produção mundiais agrava a possibilidade de distorção das estatísticas quando desconsiderado tal fator.

Recentemente a OMC lançou uma iniciativa para ampliar a informação existente sobre os fluxos comerciais segundo o valor agregado por país, denominada de *Made in the World*. A principal preocupação expressa pela instituição está no fato de o viés trazido pela atribuição de todo valor de venda apenas ao país final da cadeia poder originar distorções no debate sobre os desequilíbrios no comércio mundial e levar a decisões equivocadas. Por exemplo, um país apresentar elevada participação de bens classificados como de alta intensidade tecnológica em sua pauta final de exportações pode não significar necessariamente que sua estrutura produtiva reflita este grau de sofisticação industrial, mas que ele esteja concentrado tão somente nos estágios finais de fabricação (montagem) da cadeia produtiva. O valor adicionado pelo país estaria, dessa forma, associado à mão-de-obra e não no desenvolvimento de componentes.

**Tabela 3.2: Exportações mundiais por países: 2006 a 2010**  
US\$ bilhões

Países	2006	2007	2008	2009	2010	2010/ 2009	2010/ 2006
1 China	969	1.220	1.431	1.202	1.578	31%	63%
2 Estados Unidos	1.026	1.148	1.287	1.056	1.278	21%	25%
3 Alemanha	1.108	1.321	1.446	1.120	1.269	13%	15%
4 Japão	647	714	781	581	770	33%	19%
5 Holanda	464	551	638	498	572	15%	23%
6 França	496	560	616	485	521	7%	5%
7 Coreia	325	371	422	364	466	28%	43%
8 Itália	417	500	543	407	448	10%	7%
9 Bélgica	367	431	472	370	411	11%	12%
10 Reino Unido	449	439	460	353	405	15%	-10%
11 Hong Kong	323	349	370	329	401	22%	24%
12 Rússia	304	354	472	303	400	32%	32%
13 Canadá	388	421	456	317	387	22%	0%
14 Cingapura	272	299	338	270	352	30%	29%
15 México	250	272	291	230	298	30%	19%
16 Taiwan	224	247	256	204	275	35%	23%
17 Arábia Saudita	211	233	313	192	254	32%	20%
18 Espanha	214	253	281	227	245	8%	14%
19 Emirados Árabes Unidos	146	179	239	185	235	27%	61%
20 Índia	122	150	195	165	216	31%	77%
21 Austrália	123	141	187	154	212	38%	72%
22 Brasil	138	161	198	153	202	32%	47%
23 Malásia	161	176	200	157	199	26%	24%
24 Suíça	148	172	201	172	195	13%	32%
25 Tailândia	130	154	178	152	195	28%	51%
26 Suécia	148	169	183	131	158	21%	7%
27 Indonésia	104	118	140	120	158	32%	53%
28 Polônia	111	140	170	137	156	14%	41%
29 Áustria	137	164	181	137	152	11%	11%
30 Noruega	122	136	173	121	132	9%	8%
Demais	2.073	2.455	2.997	2.231	2.698	21%	30%
<b>Mundo</b>	<b>12.113</b>	<b>14.000</b>	<b>16.116</b>	<b>12.522</b>	<b>15.238</b>	<b>22%</b>	<b>26%</b>

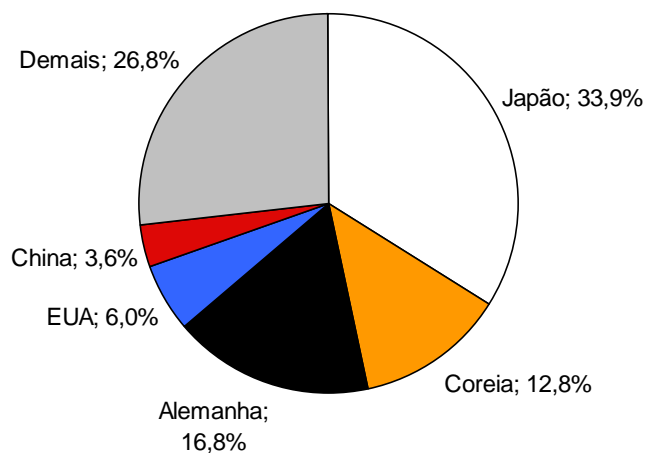
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da OMC.

Um dos exemplos mais conhecidos é o referente à fabricação de iPhones, resultado da montagem de componentes de um grande conjunto de fabricantes em diversos países. As importações do produto originadas da China pelos EUA são superiores a US\$ 2 bilhões ao ano, o que de acordo com as estatísticas oficiais adotadas significaria contribuição negativa dessa mesma magnitude para a balança comercial norte-americana em relação à chinesa. Todavia, o exportador final, a China, é responsável por apenas 3,6% do custo total de produção do aparelho<sup>1</sup>. Cada aparelho era exportado para os EUA por US\$ 179, dos quais a participação de valor adicionado pela mão-de-obra chinesa na montagem era de apenas US\$ 6,5 nos custos apurados para o ano de 2009. O gráfico 3.1 mostra os custos dos materiais empregados em sua produção por países e o Japão representa o principal fornecedor de peças, dentre as quais os

<sup>1</sup> Xing, Yuqing e Detert, Neal. How the iPhone Widens the United States Trade Deficit with the People's Republic of China. **Asian Development Bank Institute Working Paper Series**, n.257, 2010

módulos de memória, de exibição de imagem e as telas sensíveis ao toque. A aparente contribuição ao déficit comercial norte-americano originada tão somente da China ocorre de fato em montante muito maior em relação a Japão, Coreia e Alemanha, além de ter de ser descontada a própria parcela de componentes americanos.

**Gráfico 3.1: Origem dos insumos (componentes e mão-de-obra) utilizados na fabricação de um iPhone**  
Participação % do total



Fonte: Elaboração própria a partir de informações em Xing e Detert (2010)

O custo dos componentes do iPhone 4 havia crescido em relação à geração anterior, mas voltou a ser reduzido na versão para redes no padrão CDMA, lançada no início de 2011. Enquanto o custo originalmente anunciado dessa geração para redes GSM era de US\$ 187,50, os materiais empregados na versão CDMA passaram a representar US\$ 171,35. Além do custo dos materiais, a montagem acrescenta atualmente US\$ 7,10 ao custo final do produto a ser embarcado da China para os EUA. O preço final de venda de um aparelho nos EUA é de US\$ 649 para aparelhos sem contrato com operadoras. A diferença entre esse valor e o mencionado custo cobre consequentemente, além da margem de lucro da Apple, os custos de desenvolvimento, administrativos, de frete, distribuição, impostos etc.

Embora ilustrativo das distorções que possam ocorrer quando não se considera a efetiva adição de valor pelo país exportador final, o caso do iPhone é particularmente extremo. As tentativas de mensuração de quanto os países de fato adicionam de valor em suas exportações totais retornam em média resultados mais equilibrados. Uma das iniciativas pioneiras de governo para o acompanhamento de uma economia inteira foi realizada na Suécia, com divulgação no relatório *Made in Sweden*, em março deste ano.



Para o cálculo foram utilizadas as matrizes insumo-produto de 1995 e 2005 e as estatísticas de comércio exterior classificadas por categoria de uso para os anos entre 1995 e 2009. O resultado encontrado foi que o conteúdo nacional sueco em suas exportações reduziu-se de 70% no início do período observado para 66,5%. A principal origem dos insumos importados está em países desenvolvidos da União Europeia, Estados Unidos e Noruega. A participação de produtos vindos de países de baixo custo de produção porém foi crescente nesses anos. As importações originadas deles eram de 5% em 1995 e alcançaram 15% em 2009, dos quais a China foi responsável por 3%.

Foram encontradas também grandes diferenças por setores, apesar de quase todos terem apresentado crescimento da participação de insumos importados, exceto têxteis e informática. A participação de importados chegou a 90% no segmento de petróleo como resultado das elevadas importações de petróleo bruto norueguês. Nos outros setores mais relevantes das exportações suecas, a participação foi de 50% em veículos automotores, 39% em máquinas e 29% em madeira e papel.

O tema foi destaque também no *WTO Public Forum* deste ano, realizado entre os dias 19 e 21 de setembro. Houve uma sessão própria sobre o real valor agregado no comércio mundial, no qual foi destacado o caso da Costa Rica, por sua Ministra de Comércio Exterior, Anabel González. Nos últimos quinze anos a pauta de exportações do país passou por uma grande transformação, saindo de uma concentração em produtos básicos (frutas, café e algodão) para uma alta participação de manufaturados, com destaque para partes de computadores, material médico e fármacos. Atualmente, a participação de bens em indústrias classificadas como alta tecnologia naquele país é uma das mais altas do mundo, alcançando 45%. Ao mesmo tempo, a estatística de valor adicionado em tais setores é relevante: 22% em eletrônicos, 59% em materiais médicos e 75% em autopeças. O principal destino dos componentes eletrônicos do país é a China, e dos materiais médicos e das autopeças, os EUA.

Para o caso de cadeias mundiais de produção, a participação esperada de cada país é de fato menor no total de valor adicionado para cada país. Quando considerado o total das exportações, a média mundial para o indicador de agregação de valor pelos países em suas exportações é de 69%; ou seja, do total exportado por um país, mais de 2/3 seria originado de componentes ou processamento em seu próprio território. Mas existe grande variância a depender da estrutura produtiva dos países.

A mensuração da participação do valor adicionado nas exportações por cada país ocorre em geral através do chamado indicador de especialização vertical (EV), proposto por Hummels, Ishii e Yi.<sup>2</sup> Para um país  $k$  e um produto ou setor  $i$ , o indicador é definido por:

$$EV_{ki} = (\text{intermediários importados} / \text{produção total}) * \text{exportações}$$

<sup>2</sup> Hummels, David, Ishii, Jun e Yi, Kei-Mu "The nature and growth of vertical specialization in world trade" *Journal of International Economics*, 54, pp.75-96, 2001

Para um país  $k$  como um todo, o indicador de especialização vertical é dado pela soma dos resultados por setores e logo a participação considerada como especialização vertical no total de exportações ( $X_k$ ) é dada pelo seguinte coeficiente:

$$CEV_k = EV_k / X_k = \sum_i EV_{ki} / \sum_i X_{ki}$$

O indicador significa o conteúdo importado das exportações: quanto mais o país seja especializado em uma determinada etapa das cadeias produtivas de suas exportações, maior será a proporção de insumos importados nelas. Países grandes e com grande produção de básicos tendem a apresentar um menor coeficiente de especialização vertical e, no outro extremo, países pequenos e com significativo grau de abertura da economia, um maior coeficiente. Tal cálculo foi utilizado no relatório da Suécia mencionado anteriormente e também em trabalho publicado como *working paper* pela OCDE para um conjunto de 40 países.<sup>3</sup> Os autores encontraram o valor médio de 31% para a média de insumos importados entre os países da amostra. Os menores coeficientes estavam presentes para Rússia, Índia, Brasil, Estados Unidos e Argentina (todos em torno de 10%); enquanto os de maiores coeficientes foram Estônia, Irlanda, Hungria e Luxemburgo (de 50% a 60%).

A forma de cálculo sofre da limitação de considerar que a estrutura de exportações de um país é similar à produção para o mercado doméstico. Os coeficientes de participação de insumos importados são calculados para a economia como um todo e daí aplicados para as exportações. Uma das premissas necessárias para a validade da fórmula anterior é que a intensidade do uso de insumos importados seja a mesma entre a produção para exportações e para as vendas domésticas. O resultado é particularmente distorcido quando se aplica o método a economias com alta participação de exportações em zonas incentivadas de processamento. A dificuldade de levar em consideração esse fator está entretanto na obtenção de estatísticas desagregadas para se avaliar separadamente a produção doméstica e os diferentes tipos de firmas exportadoras.

Para o caso da China, apesar de ser um país grande e daí ser esperada uma menor participação de importados na economia como um todo, pelo método anterior já apresentava coeficiente elevado (28%), mas que pode ser ainda maior caso se amenize as distorções mencionadas.

Tendo em vista essas limitações, Koopman, Wang e Wei<sup>4</sup> desenvolveram um método para o cálculo do valor adicionado estrangeiro e doméstico para economias em que as exportações decorrentes de plantas de processamento representam parcela significativa do total, o que seria, segundo os autores, o caso geral da fórmula de

<sup>3</sup> Miroudot, Sébastien e Ragoussis, Alexandros. "Vertical Trade, Trade Costs and FDI", **OECD Trade Policy Working Paper**, n.89, 2009

<sup>4</sup> Koopman, Robert; Wang, Zhi e Wei, Shang-Jin "How much of chinese exports is really made in China? Assessing domestic value-added when processing trade is pervasive. **NBER Working Paper**, n. 4109, 2008

Hummels, Ishii e Yi. Pelo fato de alguns coeficientes necessários para o cálculo não estarem disponíveis nas matrizes insumo-produto, é também desenvolvido para o trabalho uma forma de estimá-los combinando informações de estatísticas de comércio exterior (que separam os diferentes tipos de produtos exportados) com as matrizes insumo-produto padrão já disponíveis. O método aplicado para a economia chinesa retornaria o valor de cerca de 50% de insumos importados nas exportações de manufaturas pelo país, valor quase duas vezes superior ao pelo método anterior. Em segmentos tais como os de informática, equipamentos de telecomunicação e eletrônicos, o indicados chegaria a 80%.

A partir do uso de microdados mais detalhados, Upward, Wang e Zheng<sup>5</sup> chegam a uma participação ainda menor para o valor agregado nas plantas chinesas em suas exportações, com uma participação de importados de 70%. Os autores utilizaram, pela primeira vez para analisar essa questão, estatísticas detalhadas ao nível de empresas e transações, com fontes de informações do *Chinese Annual Survey of Industrial Firms* e da base de dados *Chinese Customs Trade Statistics*. O trabalho é realizado para o período de maior expansão das exportações chinesas, de 2000 a 2007, e observou-se que o conteúdo importado esteve associado principalmente a empresas estrangeiras e entrantes recentes.

## MATÉRIA ESPECIAL

### A trajetória das reservas internacionais na América do Sul durante a crise

Alexandre Lautenschlager  
Fabricio Catermol<sup>6</sup>

#### Introdução

Com o apoio de persistentes superávits comerciais e/ou recebimento de investimentos estrangeiros, ao longo da última década, a maioria das economias emergentes acumulou volumes inéditos de ativos em moeda estrangeira em seus bancos centrais e fundos soberanos. A real motivação por trás de tal estratégia é objeto de frequentes debates entre analistas da economia internacional. Por um lado, reservas substanciais podem representar uma proteção eficiente contra choques externos e súbitas fugas de capitais, assegurando estabilidade às principais variáveis macroeconômicas mesmo em cenários especialmente turbulentos.<sup>7</sup> Entretanto, autores como Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2003) atribuem o sucesso exportador de alguns paí-

<sup>5</sup> Upward, Richard; Wang, Zheng e Zheng, Jinghai “Weighing China's Export Basket: An Account of the Chinese Export Boom, 2000-2007” **The University of Nottingham Research Paper Series**, n.10/14, 2010

<sup>6</sup> Respectivamente, economista e gerente da Área de Comércio Exterior.

<sup>7</sup> Tal proteção não é adquirida sem a incidência de custos de oportunidade, na medida em que reservas são normalmente aplicadas a taxas de juros bem mais reduzidas do que a vigente nos países subdesenvolvidos (Rodrik, 2006).

ses asiáticos a um manejo da taxa de câmbio em nível subvalorizado, viabilizado pela acumulação de reservas além do necessário para fornecer segurança à economia doméstica. A controvérsia, portanto, está centrada em qual seria o valor “ideal” para as reservas segundo uma ótica estritamente precaucional, mas seu cálculo é tão ou mais difícil quanto a determinação de um “câmbio de equilíbrio”.<sup>8</sup>

Em termos práticos, a recente crise internacional representa uma experiência com potencial particularmente ilustrativo sobre a atitude de cada país com relação às suas reservas internacionais. Diferentemente de eventos anteriores centrados nos mercados subdesenvolvidos, cujo caráter epidêmico era menor e mais distribuído no tempo, a estagnação da demanda nos países de alta renda representa um choque simultâneo de alcance global. Não se espera que seus efeitos sejam homogêneos, mas dado que praticamente nenhum país escapou ileso ao colapso do mercado de créditos *subprime* dos Estados Unidos, a detecção de padrões na reação dos formuladores de política econômica posteriormente a 2008 é uma pista valiosa para fatores que não podem ser diretamente observados.

Em artigo recente, Aizenman e Sun (2009) caminham na direção sugerida acima ao documentar variações de reservas em uma amostra de 21 países emergentes no período de janeiro de 2008 a fevereiro de 2009. Sua hipótese principal é a da existência de um “medo de perder reservas”, que afeta países dependentes do capital estrangeiro e se opõe ao mais conhecido “medo de flutuar” o câmbio, originalmente proposto por Calvo e Reinhart (2002). Buscando contribuir com tal esforço, o presente trabalho traz informações sobre a trajetória das reservas internacionais nos países da América do Sul, para um período mais longo e com maior desagregação do que nos trabalhos já existentes.

O texto está organizado de acordo com a seguinte estrutura: após esta seção introdutória, é feito um breve resumo do estudo de Aizenman e Sun (2009). Então, são apresentados os dados sobre a variação das reservas internacionais e da taxa de câmbio para os países sul-americanos, exclusive as Guianas e Suriname, apontando características que surgiram em grupos de comportamento distinto. Como conclusão, é avaliado em que medida a realidade regional adere às proposições anteriores.

### A perda de reservas entre os emergentes durante a crise.

Diante das informações sobre a trajetória das reservas internacionais em países emergentes durante a crise internacional, Aizenman e Sun observam que em aproximadamente metade da amostra considerada houve perdas substanciais em 2008, não recuperadas até o início de 2009. Na tentativa de encontrar a explicação de por que quedas foram maiores em alguns casos do que em outros, os autores especificaram um modelo econométrico aos dados tendo como variável dependente a variação das reservas como proporção do PIB. Como variáveis explicativas se considerou um conjunto de fatores ligados ao perfil de integração do país com o comércio internacional: o

<sup>8</sup> Para uma tentativa de avaliar a influência de fatores “precaucionais” ou “mercantilistas” na acumulação de reservas de um painel de países entre 1980 e 2000, ver Aizeman e Lee (2005).

grau de abertura comercial (razão entre a soma das importações e exportações e o PIB no ano anterior à crise), exportações líquidas de petróleo normalizadas pelo PIB, a participação de produtos primários (combustíveis ou não) na pauta exportadora e a volatilidade das exportações, expressa pelo desvio padrão das vendas externas mensais em 2007. Adicionalmente, foram considerados também aspectos financeiros, na forma do grau de abertura financeira, a volatilidade da taxa de câmbio e a participação da dívida externa de curto prazo no PIB. Variáveis de controle incluíram o PIB nominal e *per capita*, além de interações entre algumas das outras variáveis.

Os resultados indicam que a volatilidade tanto das exportações quanto do câmbio não são determinantes da queda no nível de reservas. A princípio, o grau de abertura e a participação do petróleo nos produtos exportados se mostram significativos, mas a primeira dessas variáveis é alvo de outras considerações mais à frente. Na esfera financeira, a dívida externa de curto prazo afeta variações nas reservas negativamente e a abertura financeira apresenta uma relação não linear, à medida que seus efeitos são mais intensos para países fora dos extremos da escala, ou seja, aqueles “medianamente abertos”.

Um desenvolvimento importante a essas primeiras conclusões é a adição do nível inicial das reservas como variável independente na equação estimada. As novas estatísticas encontradas mostram que países com maior relação reservas/PIB foram também aqueles que tenderam a registrar proporcionalmente as maiores perdas durante a crise. Com tal especificação, o grau de abertura perde significância, levando os autores a afirmar que *“one interpretation of these differences is that trade openness can affect the initial IR level, and thus affect the magnitude of the changes in IR/GDP ratio, but it does not have a direct impact on relative IR changes”* (Aizenman e Sun, 2009, p. 6).

De fato, o exercício posterior, focado na motivação por trás da acumulação de reservas em países cujas perdas desses ativos foram maiores que 10% durante a crise, confirma que fatores ligados ao comércio são estatisticamente significativos para um elevado nível de reservas/PIB.<sup>9</sup> De modo oposto, onde se verificou estabilidade das reservas, variáveis de caráter financeiro mostraram valores mais elevados como influência sobre o nível de reservas pré-crise.<sup>10</sup> O resultado é assim interpretado:

*“ [...] countries that internalized their large exposure to trade shocks before the crisis, opted to deplete greater share of their initial IR during the first phase of the crisis. In contrast, countries that mostly ignored trade factors in hoarding IR before the crisis, refrained from using their IR, possibly due to fear that depleting their IR may signal greater vulnerability down the road, inducing a deeper run on its IRs.”* (*ibid.*, p.8).

<sup>9</sup> A amostra de países com perdas superiores a 10% do nível de pico durante a crise incluiu nove países, dos quais dois sul-americanos: Brasil e Peru.

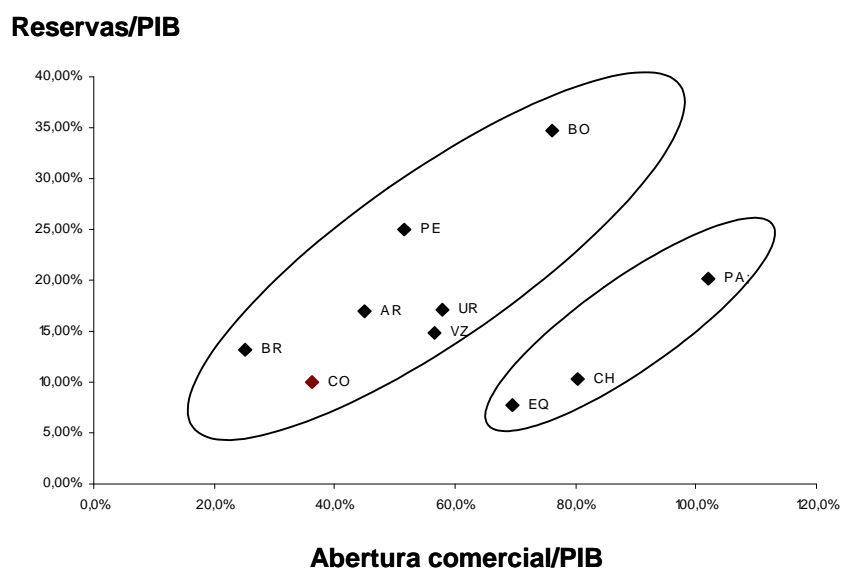
<sup>10</sup> Essa caracterização se mantém em estimativas do modelo a partir de dados para o período mais longo de 2000 a 2007.

Por último, os autores se dedicam a um melhor detalhamento da velocidade com que as reservas foram reduzidas naqueles países com grandes perdas durante a crise. Sua primeira impressão, de que a deterioração seguiu uma curva logística invertida, com um ritmo inicial de queda acelerada dando lugar gradualmente a uma estabilização, encontrou correlação estatística. Nesse contexto, as reservas de exportadores de petróleo entraram na trajetória descendente mais tarde, quando os preços dos combustíveis sofreram o impacto da nova conjuntura internacional. Similarmente, países com maior flexibilidade cambial também iniciaram o declínio de suas reservas relativamente tarde. Quanto à duração da deterioração das reservas, é relevante o fato de que maior abertura financeira acompanha períodos mais longos de queda.

### Trajectoria recente das reservas e câmbio na América do Sul

Um primeiro ponto a ser avaliado na adequação das conclusões de Aizenman e Sun (2009) à América do Sul é o prognóstico de que elevados graus de abertura comercial são associados a maiores níveis de reservas internacionais. Para isso, o gráfico 1 mostra a proporção entre o comércio de bens e serviços com o exterior com o PIB nominal em dólares contra a medida de reservas sobre o PIB nos dez países analisados, para o ano de 2007, anteriormente às fases mais agudas da crise internacional. Com exceção de Chile, Equador e, em menor medida, Paraguai, a maioria dos países sul-americanos mostra uma correlação claramente positiva entre as duas variáveis, sugerindo uma possível conformidade com a hipótese levantada.

**Gráfico 1: Abertura comercial e reservas internacionais/PIB, 2007**

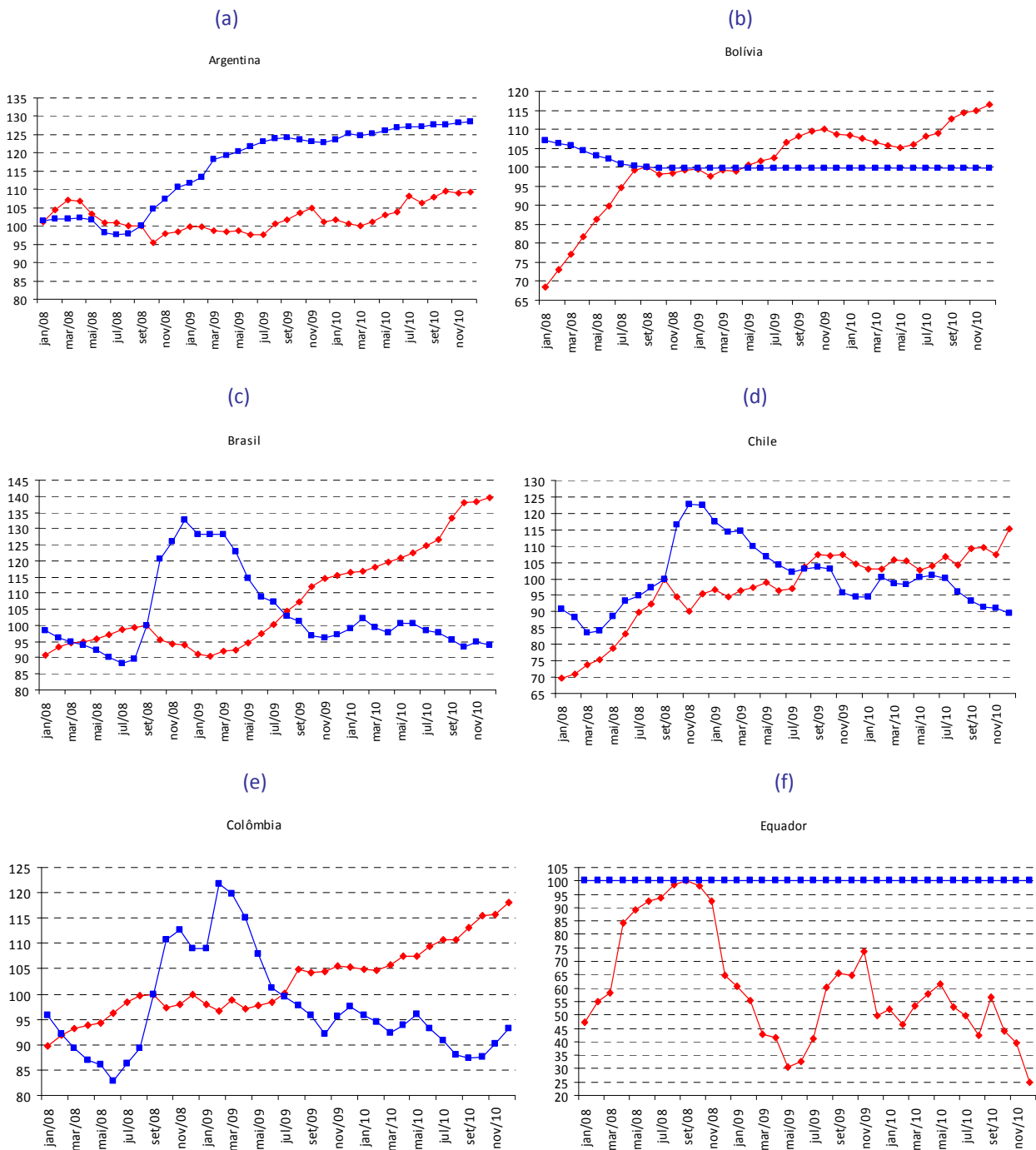


Fonte: elaboração própria a partir dos dados da EIU.

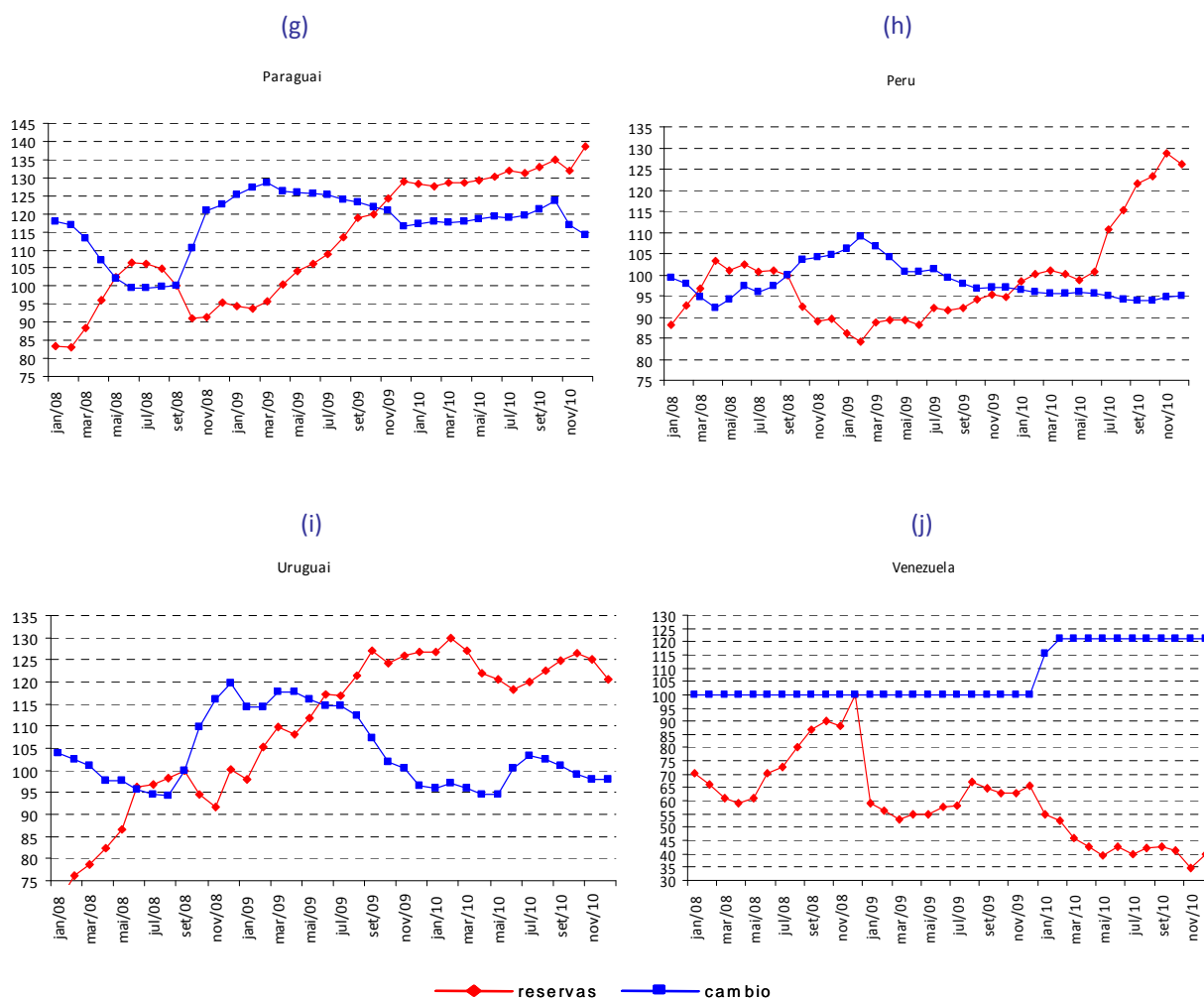
A segunda tabulação dos dados (gráficos 2a até 2j), novamente inspirada pelos autores citados, tenta mapear simultaneamente a trajetória das reservas internacionais, mas também o câmbio nominal, entre janeiro de 2008 e dezembro de 2010, centrando as séries em 100 no mês de setembro de 2008, quando a falência do banco

americano *Lehman Brothers* causou um aumento súbito da percepção de risco entre os investidores internacionais.<sup>11</sup> Em tal contexto, quedas no valor acumulado de reservas foram percebidas em todos os países, mas sua magnitude e as variações na taxa de câmbio mostraram algumas diferenças significativas.

**Gráfico 2: Reservas internacionais e câmbio, janeiro de 2008 a dezembro de 2010**  
(setembro, 2008 = 100)



<sup>11</sup> A série para a Venezuela é centrada no mês de dezembro, devido ao efeito defasado do aumento da aversão ao risco sobre os preços do petróleo, principal exportação do país e um dos determinantes de seu equilíbrio externo.



Fonte: elaboração própria a partir dos dados da EIU.

Do grupo de dez países, Bolívia, Equador e Venezuela (gráficos 2b, f e j) se distinguem do restante por operarem, durante a maior parte dos três anos expostos, um sistema de câmbio fixo. Assim, são um caso extremo do “medo de flutuar”, já que resultados negativos para o balanço de pagamentos terão contrapartida em perda de reservas, de modo a manter a paridade cambial. Entre os três, apenas a Bolívia, beneficiada pela continuidade da alta demanda por suas exportações (majoritariamente gás natural) e entrada de capitais estrangeiros, conseguiu terminar 2010 com o valor das reservas acima do nível do início de 2008. Equador e Venezuela, por sua vez, entre o pico alcançado três anos atrás e os oito meses seguintes, chegaram a registrar quedas de 69,3% e 47,0%, respectivamente.

A Argentina (gráfico 2a) pode ser também caracterizada como um país que prioriza o gerenciamento da taxa de câmbio sobre a manutenção das reservas em um nível específico. Particularmente, é perceptível o objetivo das autoridades locais de, com a desvalorização cambial, compensar pressões inflacionárias domésticas, onde a subida de preços supera 10% a.a. Como resultado, após a queda de aproximadamente 5% de setembro para outubro de 2009, observou-se um gradual acúmulo de reservas

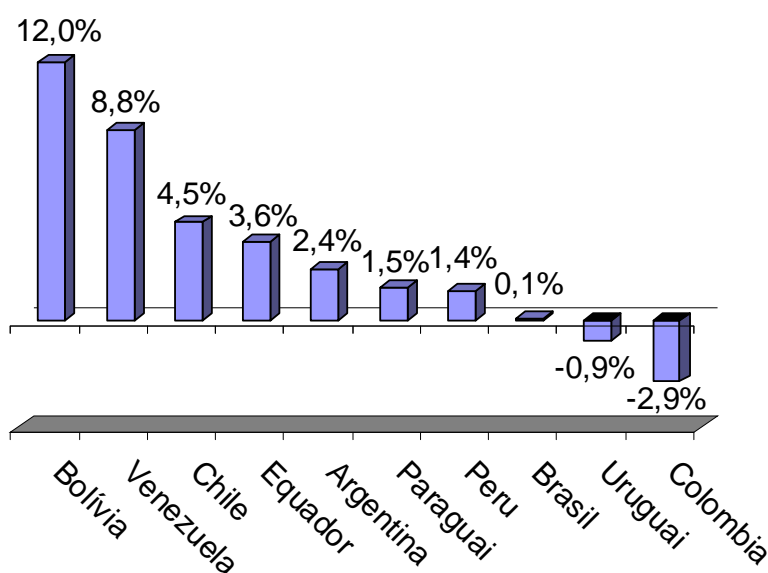


na mesma proporção durante o ano seguinte. O movimento só não foi mais acentuado, devido à política de usar as reservas para honrar compromissos do governo com o pagamento de juros da dívida pública.

Brasil, Chile, Paraguai, Peru e Uruguai (gráficos 2c, d, g, h e i) formam o conjunto com comportamento mais próximo daquele esperado quando se deseja manter um mínimo de volatilidade para ambas as variáveis: tanto o câmbio quando as reservas chegaram a ter variações expressivas e opostas durante a crise, mas retornaram às suas trajetórias pretéritas com a dissipação do choque externo. Entre os cinco países, as reservas caíram de 10% e 15% após setembro e o câmbio se elevou de 10% a 35%. Em três, no encerramento do ano de 2010, as reservas marcavam um recorde histórico. Somente a taxa de câmbio no Paraguai se encontrava mais desvalorizada no final do ano passado do que há 15 meses antes.

A Colômbia é o único país sul-americano onde possa ser argumentado que tenha existido um autêntico “medo de perder reservas”, no sentido de que as reservas internacionais foram mantidas relativamente estáveis ao longo de 2008, enquanto o câmbio sofreu uma forte variação que elevou sua relação com o dólar em mais de 30%. Coincidentemente, em 2007, a conta corrente colombiana registrou o maior déficit como proporção do PIB da América do Sul, fato que deixa clara a importância da conta de capitais e financeira para a sustentação do balanço de pagamentos do país (gráfico 3). Dessa forma, é possível traçar um paralelo com a hipótese de Aizenman e Sun (2009) de que os países que resistiram em usar suas reservas são os mais dependentes dos fluxos financeiros do exterior.

**Gráfico 3: Saldo em conta corrente/ PIB, 2007**



Fonte: elaboração própria a partir dos dados do FMI/ WEO.

### Conclusão

Este trabalho apresentou, a partir dos argumentos existentes na pesquisa recente de Aizenman e Sun (2009), informações sobre a trajetória das reservas internacionais dos países da América do Sul. Nesse sentido, verificou-se que, dos dez países sul-americanos considerados, apenas na Colômbia há indícios de ter ocorrido “medo de perder reservas”, à medida que suas reservas internacionais se deterioraram menos do que as de seus vizinhos, com o choque externo refletido em oscilações maiores da taxa de câmbio. Aparentemente, a grande maioria dos formuladores de política econômica priorizou um *mix* entre desvalorização e perda de reservas. Bolívia, Venezuela e Equador apresentam um padrão particularmente distinto devido a suas políticas de câmbio rígido.

### Referências

AIZENMAN, Joshua; LEE, Jaewoo. International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence. **IMF Working Paper** 05198, 2005.

AIZENMAN, Joshua; SUN, Yi. The financial crisis and sizable reserve depletion: From ‘fear of floating’ to ‘fear of losing international reserves’?. **NBER Working Paper** 15308, 2009.

CALVO, Guillermo A.; REINHART Carmen M. Fear of Floating. **NBER Working Paper** 7993, 2000.

DOOLEY, Michael P.; FOLKERTS-LANDAU, David; GARBER, Peter. An Essay on the Revived Bretton Woods System. **NBER Working Paper** 9971, 2003.

RODRIK, Dani. The social cost of foreign exchange reserves. **NBER Working Paper** 11952, 2006.