

Sinopse internacional n. 17, abr. 2012

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



Sinopse Internacional

Nº 17 – Abril de 2012

PUBLICAÇÃO SEMESTRAL

Equipe: Ana Claudia Alem, Fabrício Catermol, Rodrigo Madeira, Simone Saisse e Ricardo Agostini Martini

Apoio: Vicente Pereira

Disponível em: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Tipo/Sinopse_Internacional/

SUMÁRIO

Panorama mundial.....	1
Desempenho econômico recente.....	6
Estados Unidos.....	6
Europa.....	8
Japão.....	10
Países Emergentes.....	11
Brasil.....	13
Box 1.1: Desempenho macroeco- nômico dos países exportadores de <i>commodities</i> e vulnerabilidade ex- terna.....	16
Desempenho e Tendências do Investimento Externo Global.....	20
Dados preliminares.....	20
Investimentos <i>greenfield</i>	23
Estimativa da UNCTAD.....	25
Comércio internacional.....	26
Box 3.1: OMC e OCDE assinam memo- rando de entendimento para divulgação de estatísticas de comércio exterior por valor agregado.....	30
MATÉRIA ESPECIAL: As Perspectivas do Crédito à Exportação no Mundo.....	33
A conjuntura após a crise.....	33
O cenário do apoio público à exportação	35
Box 4.1: O US Ex-im e a prática de <i>mat- ching</i> para o Paquistão.....	38
As expectativas para o crédito à exporta- ção.....	39

1) PANORAMA MUNDIAL

O *World Economic Outlook*, divulgado pelo Fundo Monetário Internacional em abril, mostra as últimas projeções feitas pela instituição para o crescimento econômico mundial (Tabela 1.1). O documento ressalta que a economia global se vê em um processo gradual de recuperação no presente momento, porém ameaçado pela atual conjuntura na Zona do Euro e por outras fragilidades internas nas demais economias. Além disso, existem outros riscos à recuperação econômica, como os problemas relacionados à regulamentação financeira na Europa, a trajetória da política fiscal norte-americana e os fatores geopolíticos relacionados ao petróleo.

O FMI prevê que o PIB global deve crescer 3,50% em 2012, ante 4,0% previstos anteriormente, em setembro. A redução da projeção de crescimento se deve, sobretudo, à situação na Zona do Euro, a qual deve apresentar uma pequena queda real do PIB neste ano como resultado do aumento dos riscos soberanos, dos efeitos da desalavancagem dos bancos sobre a economia real e

dos impactos do processo de ajuste fiscal adotado pela maior parte dos governos nacionais da região. Além disso, é esperada uma desaceleração das economias em

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

Fechamento da edição: 24/04/2012

E-mail: sinopseinternacional@bndes.gov.br

Tel: 55 – 21 – 2172-7369

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

desenvolvimento, que vêm puxando o dinamismo econômico mundial nos últimos anos, devido à piora do cenário externo, que prejudica a demanda por exportações, e ao enfraquecimento da demanda interna.

Tabela 1.1: Projeções do crescimento mundial (%)

Taxa de crescimento do PIB real (%)						
	FMI				Projeções IIF	
	2010	2011	2012p	2013p	2012p	2013p
Mundo	5,3	3,9	3,5	4,1	3,0	3,6
Economias Avançadas	3,2	1,6	1,4	2,0	1,3	1,7
EUA	3,0	1,7	2,1	2,4	2,5	2,5
Zona do Euro	1,9	1,4	-0,3	0,9	-0,4	0,9
Alemanha	3,6	3,1	0,6	1,5	-	-
França	1,4	1,7	0,5	1,0	-	-
Reino Unido	2,1	0,7	0,8	2,0	-	-
Japão	4,4	-0,7	2,0	1,7	2,2	1,5
Economias em Desenvolvimento	7,5	6,2	5,7	6,0	5,5	6,0
Brasil	7,5	2,7	3,0	4,1	3,2	5,2
México	5,5	4,0	3,6	3,7	3,6	4,0
China	10,4	9,2	8,2	8,8	8,4	8,8
Índia	10,6	7,2	6,9	7,3	7,0	7,0
África do Sul	2,9	3,1	2,7	3,4	2,9	3,7
Rússia	4,3	4,3	4,0	3,9	3,5	4,0

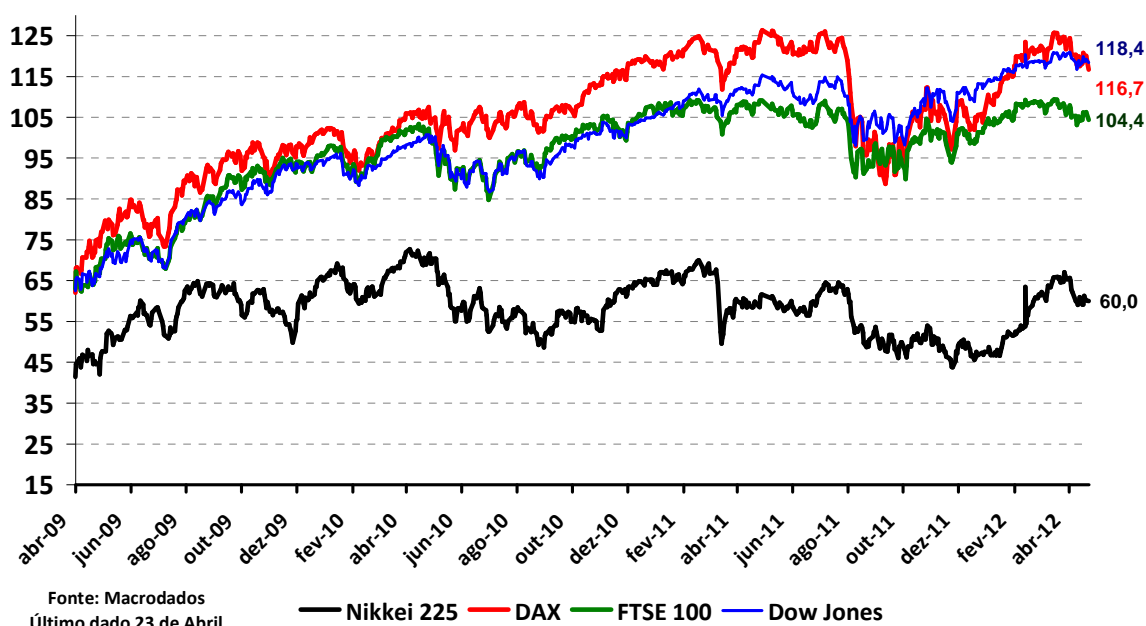
Fontes: FMI (World Economic Outlook de Abril de 2012) e IIF (Global Economic Monitor de Abril de 2012).

Nos últimos meses de 2011, o crescimento econômico nas economias desenvolvidas fora da Zona do Euro ficou acima do esperado. Nos Estados Unidos, verificou-se aumento da confiança dos consumidores, fortalecimento da formação bruta de capital fixo e sinais de recuperação do mercado imobiliário. No Japão, a recuperação dos efeitos das catástrofes de 2011 - o terremoto seguido de *tsunami* em seu território e as enchentes na Tailândia – sobre as cadeias produtivas está acontecendo de maneira mais rápida do que o previsto. Por isso, apesar de o país ter verificado queda real do PIB no último trimestre, essa foi menor do que o previsto anteriormente. Ainda, as economias emergentes e subdesenvolvidas, apesar de ainda seguirem trajetória de crescimento econômico firme e acima da média mundial, passam por uma desaceleração brevemente maior do que a prevista. Isso se deve ao efeito da crise na Zona do Euro sobre os seus mercados importadores e aos efeitos de políticas contracionistas adotadas no passado recente, que enfraqueceram os seus gastos privados.

Por isso, as previsões para curto prazo indicam que o processo de desaceleração deverá seguir uma tendência mais suave do que projetado anteriormente. O principal desafio à economia global é a intensificação da crise na Zona do Euro, interagindo com as fragilidades financeiras internas nos demais países. As preocupações com prejuízos do setor bancário, somado pelas incertezas a respeito da sustentabilidade da situação fiscal na Zona do Euro, elevaram os riscos soberanos de vários países da região para os maiores níveis desde a criação da União Européia. Os bancos, neste momento de grande incerteza, manifestaram forte preferência pela liquidez, reduzindo a oferta de crédito na região. Apesar das iniciativas do Banco Central Eu-

ropeu para o refinanciamento de dívidas, que trouxe confiança aos mercados financeiros e reduziu a volatilidade dos fluxos monetários internacionais nos últimos meses (Gráfico 1.1), os efeitos do comportamento dos bancos privados afetaram outras economias no mundo. Mais precisamente, ocorreu uma deterioração nas operações de crédito em diversas economias desenvolvidas, uma redução dos fluxos de capital para as economias em desenvolvimento do leste asiático e uma maior volatilidade nos mercados cambiais, com a pressão para a apreciação do iene japonês e a depreciação nos mercados emergentes asiáticos.

Gráfico 1.1 – Bolsas Mundiais (Base: 03/01/2007 = 100)



Todavia, deve-se ter claro que os riscos que a economia mundial enfrenta não devem provocar uma nova depressão. Espera-se que as economias avançadas consigam evitar nova recessão, enquanto que os países em desenvolvimento desaceleram a partir de uma trajetória de crescimento maior. Esse padrão deve se manter desde que as autoridades econômicas da Zona do Euro mantenham, ou até intensifiquem as medidas de combate à crise. A taxa básica de juros adotada pelo BCE foi reduzida de 1,50% para 1,25% ao ano em novembro e para 1,00% em dezembro, e é esperado um novo corte em meados deste ano.

Por outro lado, de acordo com o último *Global Economic Monitor*, elaborado pelo *Institute of International Finance*, as medidas de ajuste adotadas na Zona do Euro não vêm funcionando como deveriam. Isto é, a política monetária no mundo desenvolvido nunca foi tão frouxa, mas seus resultados em termos de demanda agregada estão sendo desapontadores, e ainda podem estar criando instabilidade nos mercados financeiros e cambiais internacionais. De acordo com a instituição, a armadilha de liquidez caracterizada pela limitada eficácia das medidas de estímulo monetário pelo BCE decorre de três fatores principais. Primeiro, as ramificações globais da crise europeia aumenta a incerteza nos mercados de crédito, o que mantém

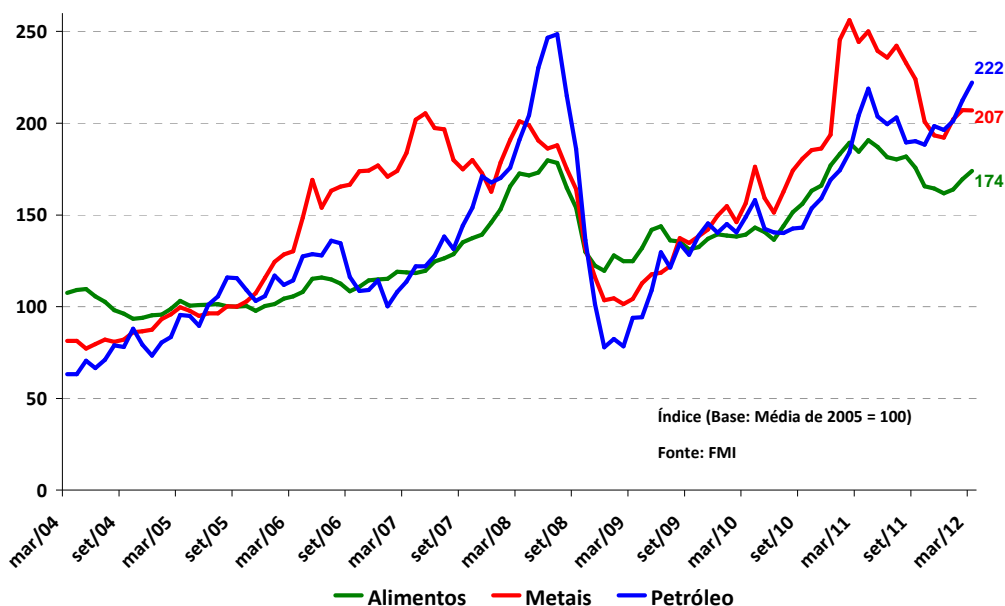
os bancos em um comportamento de aversão ao risco em todo o mundo. Segundo, a preferência pela liquidez dos bancos pode estar sendo agravada pelo processo de reformas estruturais no sistema financeiro europeu, adotado em consequência da crise iniciada no final de 2008. Terceiro, os fluxos de capital para as economias do leste asiático caíram nos últimos meses como consequência da crise na Europa. Esse último fator decorre, por sua vez, tanto da elevação da aversão ao risco em nível global, já que os investidores fogem dos títulos de países menos desenvolvidos, vistos como mais arriscados, como também do efeito-riqueza negativo dos investidores europeus (investidores individuais e instituições financeiras), os quais, diante da perda do valor de seu patrimônio diante da crise, precisam ajustar suas carteiras de investimentos, retirando capital das economias emergentes.

Dado o atual cenário, o FMI projeta para a Zona do Euro uma breve recessão em 2012, com o PIB apresentando uma queda de 0,3%. Esse valor foi revisado em -0,5 p.p. em relação à previsão de setembro de 2011, por causa da elevação do risco soberano dos países da região, dos efeitos da desalavancagem bancária sobre a economia real e pelo impacto das novas medidas de ajuste fiscal sobre a demanda agregada. Para os demais países desenvolvidos, a instituição prevê um crescimento positivo, ainda que menor que o previsto anteriormente, dado o menor espaço para ação de políticas macroeconômicas expansionistas e o transbordamento das adversidades da economia europeia pelas correntes de comércio internacional, exacerbando dificuldades econômicas internas nesses países.

Nas economias em desenvolvimento, prevê-se um crescimento menor para este ano, de 5,70% ante 6,25% previstos em setembro. A revisão do valor se deve à deterioração no cenário externo e à desaceleração da demanda doméstica nos principais países do grupo. Dentre esses países, os asiáticos deverão continuar liderando o crescimento econômico do grupo, de 7,30% ante 8,25% previstos em setembro. Por outro lado, espera-se que o maior impacto da crise ocorra sobre as economias da Europa Central e do Leste Europeu, as quais mantêm os maiores laços comerciais e financeiros com a Zona do Euro. Nas demais economias em desenvolvimento, o impacto será mais brando, pois os governos têm graus de liberdade para agir com política macroeconômica, de modo a mitigar os efeitos da menor demanda das economias desenvolvidas e maior aversão ao risco nos mercados globais.

O preço do petróleo se manteve estável nos últimos meses, devido à expansão da produção mundial. Contudo, mesmo com a desaceleração da atividade econômica global, os preços devem se retrair apenas marginalmente neste ano. Pois, os riscos geopolíticos – em especial no Oriente Médio – devem se manter elevados por um prazo indeterminado. Além disso, pesará cada vez mais o aumento da demanda dos países subdesenvolvidos, que continuarão crescendo em ritmo superior à média da economia mundial. Por fim, o petróleo poderá ser utilizado como *hedge* pelos investidores financeiros, dada a atual situação dos mercados, em que as taxas de juros internacionais estão baixas e as moedas dos países desenvolvidos sofrem pressão para depreciação. No que diz respeito às outras *commodities*, espera-se que os preços declinem ao longo do ano, pelo efeito combinado da evolução positiva de sua oferta e da desaceleração internacional de sua demanda (Gráfico 1.2).

Gráfico 1.2: Índice dos preços das *commodities* (Base: Média de 2005=100)



A inflação deve se desacelerar neste ano em nível global, mantendo a trajetória dos últimos meses, seguindo a tendência de desaceleração da demanda agregada e de estabilização ou retração dos preços das *commodities* (Tabela 1.2). Nas economias avançadas, espera-se que o elevado *gap* do produto, a situação do mercado de trabalho e a estabilidade das expectativas do mercado detenham as pressões sobre os preços, e esfriem ainda mais os efeitos da alta das *commodities* do ano passado. Em média, as variações dos índices de preços ao consumidor nesses países deverão ficar em torno de 1,5% neste ano ante 2,75% em 2011, segundo previsão do FMI. Já nas economias em desenvolvimento, as pressões também devem ceder neste ano, devido à desaceleração do crescimento e da trajetória dos preços dos alimentos, ainda que de maneira heterogênea entre os países. A inflação deve ceder vigorosamente no leste asiático e moderadamente na América Latina, ao passo que na Índia e na Indonésia, cujas economias operam no limite de suas capacidades, a tendência é de aceleração. O FMI projeta inflação média de 6,25% nesses países em 2012, 1 p.p. abaixo do verificado em 2011.

Tabela 1.2: Índice de Preços ao Consumidor (%) – Países Selecionados

Mês	Estados Unidos		Zona do Euro		Alemanha		Reino Unido		Japão		China	
	% mês	% ano	% mês	% ano	% mês	% ano	% mês	% ano	% mês	% ano	% mês	% ano
set/11	0,3	3,9	0,8	3,0	0,3	2,6	0,6	5,2	0,0	0,0	0,5	6,1
out/11	0,0	3,5	0,3	3,0	0,1	2,5	0,1	5,0	0,1	-0,2	0,1	5,5
nov/11	0,1	3,4	0,1	3,0	0,1	2,4	0,2	4,8	-0,6	-0,5	-0,2	4,2
dez/11	0,0	3,0	0,3	2,7	0,0	2,1	0,4	4,2	0,0	-0,2	0,3	4,1
jan/12	0,2	2,9	-0,8	2,7	0,2	2,1	-0,5	3,6	0,2	0,1	1,5	4,5
fev/12	0,4	2,9	0,5	2,7	0,3	2,3	0,6	3,4	0,2	0,3	-0,1	3,2
mar/12	0,3	2,7	1,3	2,7	0,3	2,1	0,3	3,5	-	-	0,2	3,6

Fonte: U.S. Department of Labor, Eurostat, Destatis, U.K. Office for National Statistics, Ministério do Interior e Comunicações (Japão), Escritório Nacional de Estatísticas (China)

% ano: variação acumulada em 12 meses.

Desempenho Econômico Recente

Estados Unidos

Nos Estados Unidos, de acordo com o Escritório Nacional de Análise Econômica, o PIB registrou crescimento de 3,0% no quarto trimestre de 2011 na comparação com o trimestre imediatamente anterior. Os destaques foram a aceleração do consumo das famílias, da formação bruta de capital fixo e dos investimentos residenciais. Por outro lado, verificou-se retração dos gastos do governo federal e dos governos estaduais e locais e aumento das importações. Ante o mesmo trimestre de 2010, o crescimento foi de 1,6%. No acumulado de 2011, a economia norte-americana cresceu 1,7%.

O destaque da economia norte-americana nos últimos meses são os dados do mercado de trabalho. A redução sustentada da taxa de desemprego, assim como o menor volume dos novos pedidos semanais de auxílio desemprego nos últimos quatro anos parecem ser sinais de uma aceleração da recuperação econômica do país (Gráfico 1.3). Todavia, a recuperação do emprego no país segue ritmo mais lento do que em todos os momentos de pós-crise nos últimos 50 anos, conforme mostra o Gráfico 1.4.

Gráfico 1.3 – Taxa de Desemprego (EUA)

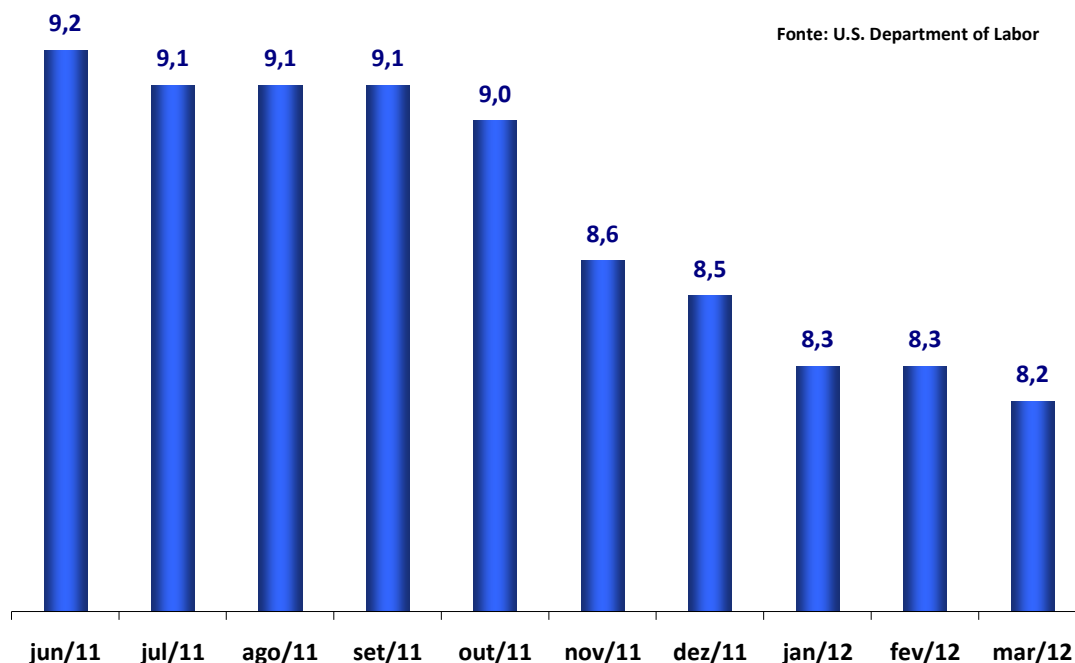
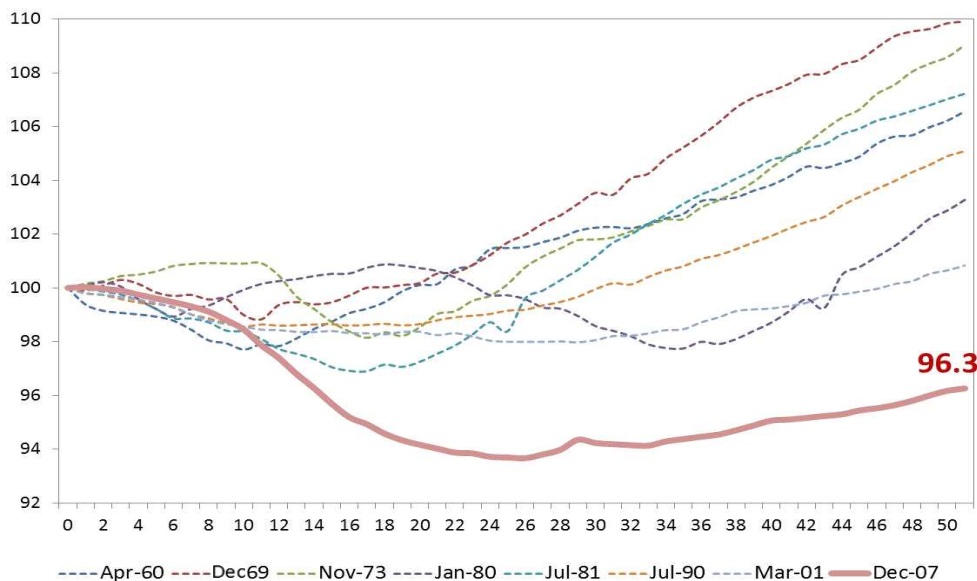


Gráfico 1.4 – Trajetória da Recuperação do Emprego nos EUA Seguindo as Recessões desde 1960

(t = 0 no mês imediatamente seguinte ao início de uma recessão)



Fonte: Bloomberg; elaboração: APE-BNDES

A política macroeconômica está favorável à recuperação do crescimento do PIB. Em relação à política fiscal, espera-se que o Congresso mantenha os atuais programas de corte de impostos sobre a folha de pagamentos e de concessão de seguro-desemprego.

Em relação à política monetária, nos últimos meses, o Federal Reserve adotou medidas de mudanças qualitativas na sua condução buscando, ao mesmo tempo, afrouxar ainda mais a oferta de liquidez no país e melhorar a sua comunicação com o público. O conjunto de medidas adotadas pode ser agrupado em quatro itens principais. Primeiro, manter as taxas de juros dos títulos federais excepcionalmente baixas, com teto de 1,0% ao ano até o final de 2014, cerca de um ano a mais do que o decidido anteriormente. Segundo, considerar a possibilidade de um novo programa de compra de títulos públicos (o programa *Quantitative Easing 3*). Terceiro, permitir a publicação das previsões individuais dos membros do Conselho de Política Monetária (FOMC) a respeito da evolução da taxa de juros no país. Quarto, por fim, adotar a meta de inflação explícita de 2,0% ao ano. As medidas têm o efeito esperado de sinalizar aos agentes privados que o FED está disposto a continuar contribuindo para a recuperação da economia do país, e com isso procurar reviver o estado de ânimo do mercado.

Historicamente, o setor imobiliário norte-americano é um dos primeiros a se recuperar após uma recessão macroeconômica. Na situação contemporânea, os indicadores mais recentes são otimistas em relação ao desempenho do setor (Tabela 1.3). As vendas de imóveis existentes, por exemplo, registram crescimento anual há oito meses consecutivos. Além disso, em fevereiro o número de residências construídas, assim como de licenças para novas construções, cresceu mais de 34% em relação ao número registrado no mesmo mês de 2011. Contudo, atualmente, o impacto

desse setor para a recuperação do país, apesar de positivo, está aquém do esperado por três razões principais. Em primeiro lugar, ainda há um excesso de oferta de residências devido ao *boom* de construções na última década. Em segundo lugar, as condições de crédito ao setor (*mortgages*) estão desfavoráveis, e agravadas por um grande número de casas hipotecadas. Por fim, todo esse crescimento recente acontece sobre um nível bastante deprimido, e está ainda muito abaixo do padrão anterior à crise financeira de 2008. Por isso, sugere-se que políticas executadas pelo *Federal Reserve* poderiam ajudar o setor a se reerguer, sobretudo no que diz respeito à regulação do crédito imobiliário.

Tabela 1.3: Indicadores do Setor Imobiliário Norte-Americano

Mês	Gastos com Construção		Licenças para novas Construções		Construção de novas Residências		Vendas de Imóveis Existentes		Vendas de Imóveis Novos		Índice de Preços de Imóveis	
	% mês	% ano	% mês	% ano	% mês	% ano	% mês	% ano	% mês	% ano	% mês	% ano
set/11	0,2	-1,3	-5,8	5,7	7,7	10,2	-3,0	11,1	5,7	-0,9	0,3	-3,7
out/11	0,8	-0,4	10,9	17,7	-0,3	16,5	1,4	13,6	1,3	8,9	-0,9	-2,8
nov/11	1,2	0,5	5,7	20,7	9,3	24,3	4,0	12,2	1,6	9,8	0,7	-1,8
dez/11	1,5	4,3	-0,1	7,8	-4,1	24,9	5,0	3,6	-2,2	-7,3	0,1	-0,8
jan/12	-0,1	7,1	0,7	19,0	1,5	9,9	4,3	0,7	-0,9	3,5	0,0	-0,8
fev/12	-1,1	5,8	5,1	34,3	-1,1	34,7	-0,9	8,8	-1,6	11,4	0,3	0,4
mar/12	-	-	4,5	30,1	-5,8	10,3	-2,6	5,2	-7,1	7,5	-	-

Fonte: U.S. Department of Commerce, National Association of Realtors, Federal Housing Finance Agency

% ano: variação no mês contra o mesmo mês do ano anterior.

Europa

Na zona do Euro, houve uma recessão moderada no último semestre de 2011. Segundo o Instituto de Estatísticas da União Européia (Eurostat), o PIB da Zona do Euro, que compreende dezessete países, teve queda de 0,3% no quarto trimestre de 2011 em comparação com o trimestre imediatamente anterior. Nessa base de comparação, todos os componentes da demanda agregada tiveram desempenho negativo: consumo das famílias (-0,4%), formação bruta de capital fixo (-0,7%), exportações (-0,4%) e importações (-1,2%). A economia cresceu 0,7% no trimestre na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior e 1,4% no acumulado de 2011. Contudo, dados os fatores presentes na economia da região – aperto fiscal, desalavancagem dos bancos e tensões financeiras persistentes – o desempenho do produto foi superior ao esperado. Além disso, o desempenho do PIB é divergente entre as economias da região. Por um lado, as economias periféricas encontram-se em um círculo vicioso de aperto fiscal e contração do PIB desde 2010, de modo que estão experimentando um aprofundamento de sua crise. Por outro lado, as economias centrais passam por uma desaceleração menos pronunciada, ainda que interrompendo o ciclo de recuperação que se iniciara no terceiro trimestre de 2009.

De acordo com os índices de gerentes de compras (*Purchasing Managers Index*, ou PMI), divulgado pelo Instituto Markit Economics, a situação econômica da

zona do Euro ainda é de redução no ritmo de atividades, tanto no setor manufatureiro como no setor de serviços, e essa tendência deverá se manifestar na próxima estimativa do PIB, conforme mostra a Tabela 1.4. O desempenho do setor de serviços é brevemente superior ao das manufaturas, tal como se manifesta nos últimos resultados da produção industrial da região (-1,8% em dezembro na comparação com dezembro de 2010), além da estabilidade da confiança dos consumidores registrada nos últimos meses. Além disso, o desempenho das grandes economias, principalmente da Alemanha, do Reino Unido e, em menor grau, da França, é superior ao da média dos países na região. Isso reforça a constatação de que a atual crise é mais intensa nos países periféricos da Europa.

Tabela 1.4: Índices de Gerentes de Compras (PMI) – Países Europeus

	Zona do Euro		Alemanha		França		Reino Unido	
	Manuf.	Serviços	Manuf.	Serviços	Manuf.	Serviços	Manuf.	Serviços
set/11	48,5	48,8	50,3	49,7	48,2	51,5	50,8	52,9
out/11	47,1	46,4	49,1	50,6	48,5	44,6	47,8	51,3
nov/11	46,4	47,5	47,9	50,3	47,3	49,6	47,7	52,1
dez/11	46,9	48,8	48,4	52,4	48,9	50,3	49,7	54,0
jan/12	48,8	50,4	51,0	53,7	48,5	52,3	52,0	56,0
fev/12	49,0	48,8	50,2	52,8	50,0	50,0	51,5	53,8
mar/12	47,7	49,2	48,4	52,1	46,7	50,1	52,1	55,3
abr/12	46,0	47,9	46,3	52,6	47,3	46,4	-	-

Fonte: Instituto Markit Economics

Obs: acima de 50, o índice indica expansão do setor; abaixo desse valor, indica contração

A crise do endividamento soberano continua sendo um potencial risco para o panorama econômico europeu. Todavia, esse risco pode ser considerado baixo, devido à possibilidade do Banco Central Europeu (BCE) adotar novas medidas agressivas para propiciar liquidez à economia da região. Porém, mesmo que essas novas políticas sejam adotadas, não é esperado desempenho positivo do PIB no curto prazo, como já sinalizado pelos índices PMI no último trimestre, uma vez que a demanda doméstica está restringida pela contração fiscal e pela menor disponibilidade de crédito bancário ao público. Esses fatores estão refletidos, em primeiro lugar, no pífio desempenho das vendas no varejo na Zona do Euro, que acumula resultados negativos anuais desde maio de 2011. Por isso, as previsões para o futuro próximo da economia europeia são de pequena queda no PIB no curto prazo e lenta recuperação no médio prazo.

Por outro lado, no que se refere à política monetária, constata-se que o BCE mantém uma barreira sistêmica efetiva contra o aprofundamento da crise. Em dezembro de 2011, a instituição aprovou o refinanciamento das operações de longo prazo de até três anos, com a injeção de 190 bilhões de euros nos mercados. Essas operações deverão garantir dois principais potenciais efeitos positivos. Em primeiro lugar, a redução do custo dos empréstimos no mercado interbancário, propiciada pela maior confiança dos mercados financeiros. Em segundo lugar, a preocupação

com a liquidez de longo prazo deverá facilitar os fluxos de crédito para a economia real, de modo capaz de reverter a atual tendência de piora na disponibilidade de recursos bancários para as empresas não financeiras e as famílias. Segundo relatórios já divulgados, rapidamente após o anúncio da política já se verificou uma melhora na confiança dos agentes econômicos e a consequente redução dos custos de empréstimos em toda a região.

Nas economias periféricas, as perspectivas são ainda menos animadoras. A competitividade desses países vem caindo desde a adoção do Euro, devido ao crescimento de seus custos com mão-de-obra acima dos seus parceiros comerciais, a desaceleração dos ganhos de produtividade e a apreciação cambial. Mesmo com todas as reformas implementadas desde a crise de 2008, estima-se que apenas metade da deterioração da competitividade desde a adoção da moeda comum foi revertida.

Japão

No Japão, o Departamento de Estatísticas informou que o PIB registrou queda de 0,2% no quarto trimestre de 2011 ante o trimestre imediatamente anterior, puxada pela queda de 11,8% das exportações e de 8,4% dos investimentos públicos. Por outro lado, os destaques foram a alta de 20,7% dos investimentos privados não-residenciais e de 10,3% da formação bruta de capital fixo. Ante o mesmo trimestre de 2010, a economia do país registrou contração de 0,6%. O desempenho da economia japonesa está influenciado, sobretudo, pelo grande declínio nos estoques das empresas e de pressões negativas do setor externo.

As exportações acumularam perdas de 12,0% em 2011, registrando resultados negativos desde outubro de 2011 na comparação anual. Em janeiro deste ano, o país registrou déficit comercial de 1,3 trilhão de ienes. Isso se deveu a três motivos: primeiro, o impacto das enchentes na Tailândia sobre as cadeias produtivas de eletrônicos e de automóveis; segundo, a persistente valorização da moeda nacional, o iene; terceiro, a desaceleração da demanda externa. Por outro lado, as importações cresceram cerca de 12,0% ao mês nos últimos seis meses, puxadas pela crescente demanda por combustíveis fósseis, face à atual difícil situação do complexo nuclear do país.

Segundo o *Economy Watchers Survey*, documento divulgado pelo Banco do Japão (BoJ), a demanda doméstica do país mantém uma trajetória de recuperação moderada, contudo persistente, nos últimos meses. Os gastos das famílias com consumo vêm sendo estimulados pelos programas de subsídio ao setor automotivo adotados pelo governo nacional. Do lado dos gastos das empresas com investimentos, o destaque é o setor de construção, principalmente como consequência do processo de reconstrução da infraestrutura após as catástrofes ocorridas no início do ano passado. Nesse setor, a oferta de empregos vem se expandindo por 23 meses consecutivos.

Em 2012, espera-se que o país mantenha uma trajetória de crescimento econômico moderado, ainda liderado pelas obras de reconstrução, as quais deverão manter a demanda doméstica aquecida no curto prazo. Em médio prazo, também se espera uma recuperação das exportações, uma vez que os efeitos das enchentes na Tailândia deverão ser resolvidos em breve.

A política monetária do país está favorável à demanda agregada. O BoJ ampliou seu programa de compra de ativos para o montante de 65 trilhões de ienes, reduzindo dessa maneira o custo de emissão da dívida pública contraída para as obras de reconstrução. Além disso, a meta de inflação explícita de 1,0% ao ano sinaliza que novas medidas expansionistas virão, uma vez que o último dado divulgado sobre o índice de preços ao consumidor do país revela alta anual de 0,3% em fevereiro.

Contudo, o futuro do dinamismo econômico japonês é acompanhado de grandes incertezas, sobretudo no que diz respeito ao seu setor energético. O terremoto de março de 2011 reduziu bruscamente a capacidade de produção energética do país, uma vez que dois terços das usinas nucleares japonesas foram fechadas após o vazamento em Fukushima, e isso afeta, sobretudo, as decisões de investimentos e a produção das empresas. Assim, o país está se tornando cada vez mais dependente das fontes externas de energia, principalmente de combustíveis fósseis, com efeitos adversos sobre a balança de pagamentos e o saldo em conta corrente nos últimos meses. A isso se soma o déficit fiscal crescente devido às obras de reconstrução da infraestrutura nacional, com o efeito adicional de colaborar com a manutenção da valorização da moeda nacional.

Países Emergentes

De acordo com as estimativas do FMI, divulgadas no *World Economic Outlook* de abril de 2012, as economias emergentes cresceram em sua totalidade 6,2% no ano de 2011, sendo de 4,6% o crescimento estimado para a América Latina e Caribe, e de 7,9% para a Ásia (ver Tabela 1.1). A conjuntura econômica, assim como os desafios a curto e médio prazo, é distinta entre os países dos dois grupos.

As economias emergentes asiáticas superaram os efeitos da crise financeira de 2008 e souberam lidar com os momentos de grave incerteza na conjuntura internacional. Contudo, a manutenção do atual modelo de crescimento voltado às exportações pode manter essas economias vulneráveis a uma desaceleração prolongada da demanda externa.

Por isso, atualmente, as consequências da crise financeira internacional estão cada vez mais determinando o panorama macroeconômico da região. As incertezas sobre o futuro da zona do Euro, agravadas pela implementação de medidas cada vez mais rígidas de regulamentação bancária, potencializam a demanda global por liquidez em moeda forte (sobretudo o dólar). Os países do leste asiático, por contarem com uma grande oferta de liquidez proveniente de investimentos estrangeiros e su-

perávits comerciais, tornam-se fontes de recursos, sofrendo saídas maciças de capitais. As saídas de capitais aquecem os mercados cambiais, fazendo pressão para que as taxas de câmbio locais depreciem em relação ao dólar. Para evitar que essa pressão cambial provoque aceleração inflacionária, os bancos centrais na região procuram esterilizá-la, queimando reservas em moeda estrangeira. Mesmo a China, país que mantém um rígido sistema de controles de capitais estrangeiros vem apresentando deterioração na sua conta corrente, com a contribuição do maior volume de investimentos chineses no exterior e do menor volume de capitais estrangeiros recebidos.

Com a relativa mudança nas condições financeiras no final de 2011, graças às operações de refinanciamento adotadas pelo Banco Central Europeu, as quais permitiram uma melhoria no nível de confiança dos mercados financeiros e um alívio na preferência pela liquidez por dólar por parte dos investidores, a tendência da influência externa sobre o panorama macroeconômico asiático mudou. Os países voltaram a receber fluxos de capitais externos nos últimos meses, e a pressão sobre suas cotações cambiais também arrefeceu. Todavia, os preços dos fundos de *private equity* continuam defasados, especialmente nas economias mais maduras dessa região.

Na China, de acordo com o Escritório Nacional de Estatísticas, o PIB registrou crescimento de 8,1% no primeiro trimestre de 2012 na comparação com o mesmo período do ano passado. O destaque foi o crescimento do setor industrial (9,1%). Na comparação com o trimestre imediatamente anterior, o crescimento foi de 1,8%.

Na Índia, o elevado déficit em conta corrente, combinado com a dependência de financiamento externo, tem trazido uma crescente vulnerabilidade do país em relação à situação dos mercados financeiros internacionais. Nos últimos meses de 2011, antes das novas medidas do BCE entrarem em vigor, o país acumulou perda de 24 bilhões de dólares em reservas. Mesmo com o arrefecimento da crise do endividamento europeu, o país tem sua conta corrente piorada com a desaceleração das exportações, cuja tendência seguiu durante todo o segundo semestre de 2011. A situação na Índia é semelhante a da Indonésia e da Malásia.

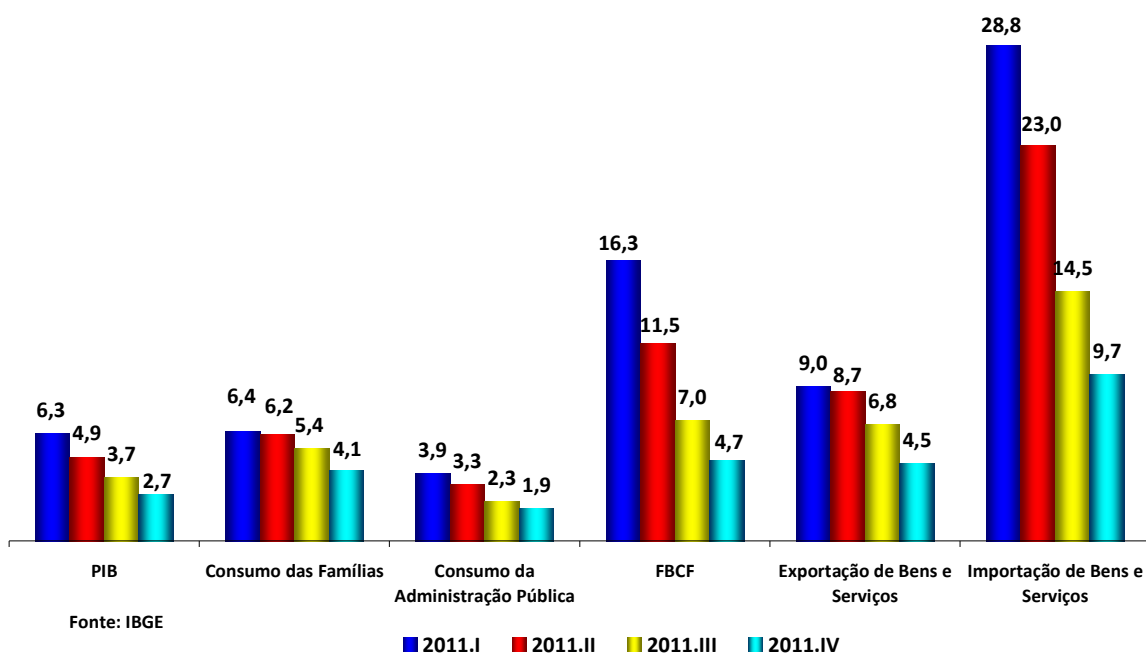
Na América Latina, as economias foram, em geral, mais intensamente atingidas pela crise europeia do que as asiáticas. Esse contágio foi verificado tanto pela queda nas exportações como pela queda da confiança dos agentes econômicos em relação ao futuro. Todavia, nos primeiros meses de 2012, o momento passou a ser de recuperação, graças à relativa recuperação da economia mundial e ao afrouxamento da política monetária em muitos países da região. A inflação, ainda que esteja acima da meta em alguns países, está em declínio. Isso acontece devido à trajetória recente de crescimento do PIB abaixo da média histórica, o que reduz o poder de barganha das empresas sobre seus preços.

Brasil

No Brasil, segundo dados divulgados pelo IBGE, o produto interno bruto a preços de mercado e com ajuste sazonal apresentou variação positiva de 0,3% no quarto trimestre de 2011 em relação ao trimestre imediatamente anterior, alcançando R\$ 1.090,7 bilhões em valores correntes. Em comparação com o quarto trimestre de 2011, o PIB a preços de mercado registrou crescimento de 1,4%. O maior destaque foi a agropecuária, com crescimento de 8,4%, explicada pelo desempenho de alguns produtos com safra relevante no trimestre e pelo crescimento da produtividade da safra de 2011 vis-à-vis a área plantada. A indústria teve variação negativa de 0,4%, puxada pela indústria de transformação (-3,1%). Os serviços tiveram crescimento de 1,4%, com destaque para os serviços de informação (4,6%). Dentre os componentes da demanda agregada, as exportações de bens e serviços foram o destaque (3,7%). O consumo das famílias teve alta de 2,1%, a 33ª variação positiva consecutiva nessa base de comparação.

Em 2011, o PIB a preços de mercado cresceu 2,7% em relação ao ano anterior, conforme mostra o Gráfico 1.5. Graças a esse crescimento, o PIB *per capita* alcançou R\$ 21.252 (em valores correntes), alta de 1,8% em relação a 2010. A agropecuária teve variação positiva de 3,9%, influenciada por ganhos de produtividade e por condições climáticas favoráveis. A indústria cresceu 1,6%, com destaque para o sub-setor de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana (3,8%). Os serviços cresceram 2,7%, puxados pelo subsetor de serviços de informação (4,9%). Na análise da demanda agregada, destacou-se o crescimento de 4,7% da formação bruta de capital fixo, puxada pela construção civil e favorecida pela expansão da importação de máquinas e equipamentos.

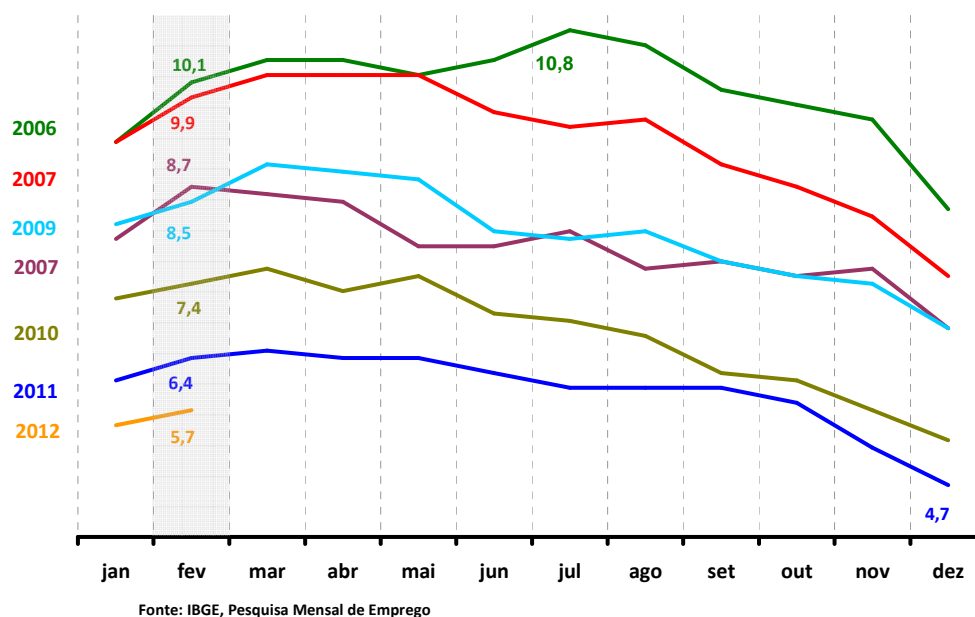
Gráfico 1.5: Componentes da Demanda - Taxa de variação em relação ao ano anterior (%)



O cenário econômico brasileiro recente está caracterizado pelo processo de arrefecimento do nível de atividade, que ocorre desde o início do segundo semestre de 2011. As causas principais desse processo são as medidas macroprudenciais adotadas no final de 2010 e a trajetória de elevação da taxa Selic no primeiro semestre de 2011, ambas políticas adotadas com o objetivo de conter o ritmo de crescimento da economia até então, que era associado à aceleração da inflação a um nível superior ao limite da meta seguida e divulgada pelo Banco Central (6,5% ao ano).

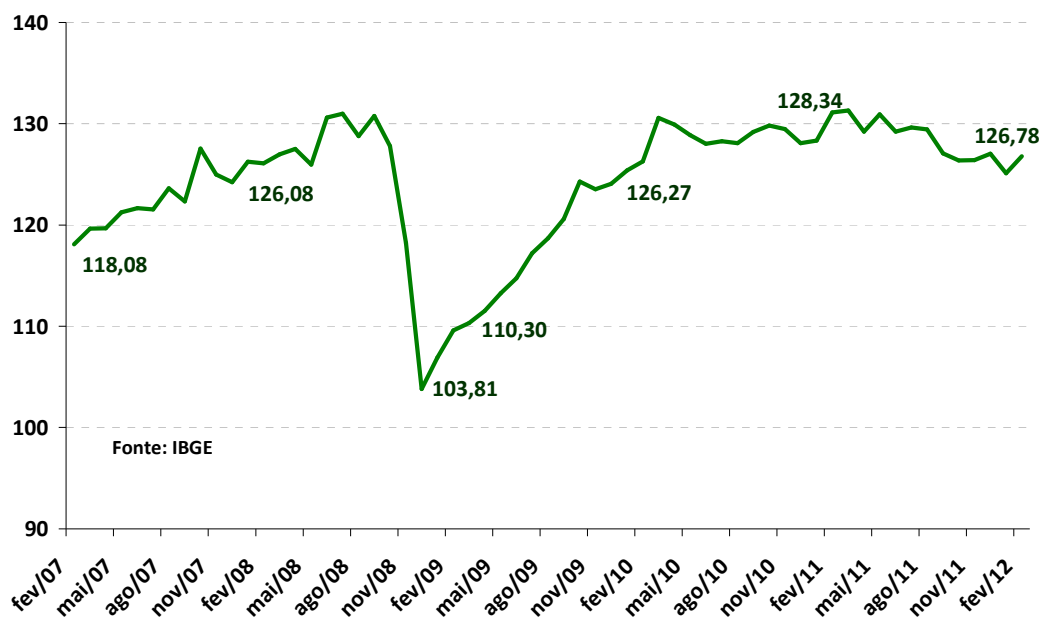
Mesmo com o arrefecimento da economia, diversos componentes do lado da demanda agregada ainda mostravam sinais de aquecimento ao final de 2011. A situação do mercado de trabalho, em que os baixos índices de desocupação estão aliados com a manutenção do rendimento real em patamares elevados, manteve a confiança dos consumidores em nível elevado, com influência positiva sobre os gastos das famílias com consumo (Gráfico 1.6).

Gráfico 1.6 – Taxa de Desocupação no Brasil (%)



Analisando o PIB pela ótica da produção, o desempenho da indústria explica grande parte a redução do ritmo da atividade econômica do país. Com exceção dos três primeiros meses de 2011, em que acumulou crescimento de 3,4% em base anual, o desempenho da produção industrial no país mantém uma trajetória de estagnação, conforme mostra o Gráfico 1.7. O mau desempenho do setor manufatureiro reflete problemas ligados à sua baixa competitividade, a qual é explicada principalmente por fatores estruturais. Dentre esses fatores, destacam-se a taxa de câmbio sobreapreciada, a alta carga tributária, os gargalos provenientes da infraestrutura deficiente do país, agravados pelo baixo patamar de investimentos públicos, e o aperto monetário executado do final de 2010 até o meados de 2011.

**Gráfico 1.7 – Produção Industrial no Brasil (%) – Índice com ajuste sazonal
(base: média de 2002 = 100)**

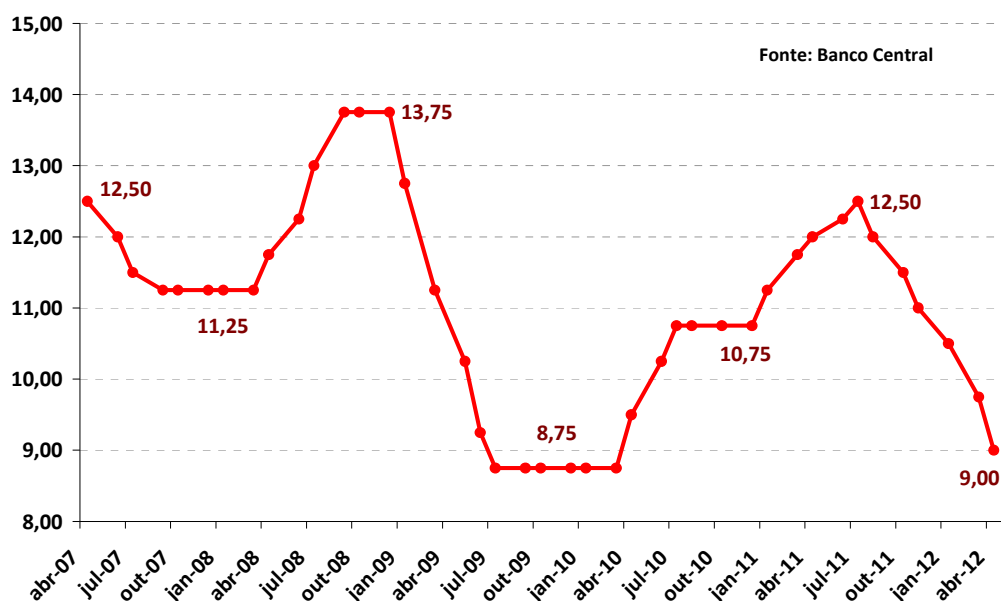


No último trimestre de 2011, o processo de desaceleração da economia brasileira se intensificou e se generalizou, ao mesmo tempo que a produção industrial manteve trajetória de declínio, aprofundando sua perda de competitividade. Isso, associado ao temor que o arrefecimento contamine os setores ligados à demanda agregada e o cenário internacional em dificuldades, levou a uma mudança da direção da política econômica – monetária e fiscal – nos últimos meses de 2011.

Sob o ponto de vista da política monetária, observou-se a redução da taxa básica de juros de 12,50% ao ano em julho para 9,00% em abril desse ano (Gráfico 1.8). Além disso, houve o fim de parte das medidas macroprudenciais adotadas em dezembro de 2010, tais como a exigência de capital extra para operações de crédito de médio prazo e restrições de crédito para a aquisição de veículos.

Sob o ponto de vista da política fiscal, foi aprovado recentemente um conjunto de medidas de desoneração tributária com um escopo bastante amplo, de modo a cobrir diversos setores da economia brasileira, em destaque a indústria, o comércio varejista, a construção civil, as empresas com ações negociadas em bolsa e os consumidores em geral. Também houve a sinalização de uma expansão do investimento público, com a expansão dos limites do endividamento dos estados, os quais poderão contratar novas linhas de financiamento junto ao BNDES e outras instituições financeiras internacionais, como Banco Mundial (BIRD) e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID).

Gráfico 1.8 – Taxa Básica de Juros – Decisões do COPOM (%)



Por isso, a expectativa para a economia brasileira para 2012 é de retomada do crescimento, puxado não apenas pelas medidas adotadas nos últimos meses, mas também pela elevação do salário mínimo, que deverá impulsionar o consumo das famílias. Os sinais da retomada estão presentes na manutenção da taxa de desocupação em níveis recordes de baixa e na elevada confiança do consumidor em relação ao futuro.

Box 1.1: Desempenho Macroeconômico dos Países Exportadores de *Commodities* e Vulnerabilidade Externa

Os preços das *commodities* apresentaram um crescimento considerável na última década, interrompido apenas pela crise financeira global de 2008-2009 (Gráfico 1.2). Ao final de 2011, os preços médios reais de matérias-primas para energia e metais estavam cerca de 3 vezes maiores do que na década anterior, alcançando, e até mesmo superando, seus níveis recordes em 40 anos. Já os alimentos e as matérias-primas brutas também passaram por apreciação, mas ainda continuam em nível muito inferior ao patamar alcançado na década de 1970. A principal causa apontada para essa tendência, segundo os estudos, é a pressão da demanda global devido ao crescimento econômico sustentado das economias emergentes.

Nesse contexto, um debate muito importante é realizado a respeito do impacto da valorização das *commodities* sobre o desempenho macroeconômico dos países que a exportam. Mais especificamente, busca-se evidências para responder a três questões principais nunca solucionadas pela teoria econômica. Primeiro, como as economias dos países exportadores de *commodities* apresentam diferentes sensibilidades aos ciclos de preços de seus produtos? Segundo, como essas diferenças se manifestam de acordo com o tipo de *commodity* exportada? Terceiro, como a sensibilidade é afetada quando o preço da *commodity* é modificado em função das forças

de oferta de seu próprio mercado e em função das forças de demanda da economia global?

As evidências econômicas apontam que os exportadores de *commodities* apresentaram performance macroeconômica mais forte nas décadas de 1970 e 2000, quando os preços desses produtos estavam mais elevados nos mercados mundiais, do que nas décadas de 1980 e 1990, quando os seus preços estavam relativamente baixos. O crescimento do PIB real dos exportadores de *commodities* foi entre 1,5 e 3,0 p.p. maior na década de 1970 e entre 2,0 e 4,0 p.p. maior na década de 2000 do que no período interino. Além disso, as taxas de inflação nesses foram menores nos períodos de *commodities* mais caras, assim como também houve maior estabilidade financeira naquelas décadas. Por fim, na década de 2000, os países exportadores de metais e de energia apresentaram melhor desempenho macroeconômico do que os demais exportadores de *commodities* conforme mostra a tabela abaixo.

Tabela 1.5: Desempenho Macroeconômico dos Exportadores de Commodities (1970-2010)

Grupos de Países	1970-1979	1980-1999	2000-2010	Média 1960-2010
Crescimento do PIB real (pontos percentuais)				
Exportadores de Energia	5,6	2,5	4,6	4,3
Exportadores de Metais	5,6	2,2	6,4	3,5
Exportadores de Alimentos	5,1	2,9	4,5	4,0
Exportadores de Matérias-Primas Brutas	5,0	3,3	5,3	4,3
Diferencial de crescimento do PIB real em relação às economias emergentes não-exportadoras de commodities (pontos percentuais)				
Exportadores de Energia	1,1	-0,8	-0,8	0,5
Exportadores de Metais	2,0	-1,8	0,5	-0,4
Exportadores de Alimentos	0,6	-0,8	-0,6	0,2
Exportadores de Matérias-Primas Brutas	1,4	-0,6	0,2	0,5
Inflação média (pontos percentuais)				
Exportadores de Energia	8,6	14,4	6,6	12,5
Exportadores de Metais	8,4	22,5	9,2	16,1
Exportadores de Alimentos	6,4	13,2	7,3	10,7
Exportadores de Matérias-Primas Brutas	4,6	12,4	6,8	10,1

Fonte: FMI

Fonte: FMI, WEO de Abril de 2012

Ou seja, o desempenho macroeconômico de exportadores de *commodities* tende a acompanhar o ciclo de seus preços, melhorando durante os períodos de apreciação e piorando nos períodos de depreciação. Esse padrão é observado para os quatro tipos definidos de *commodities*. Segundo cálculos do FMI, o efeito é potencializado de acordo com o tamanho do ciclo e com a dimensão da variação do preço da *commodity*. Os estudos também estimaram que o crescimento econômico real mediano desses países é entre 0,5 p.p. e 1,25 p.p. menor nos ciclos de depreciação do que nos de apreciação.

Porém, também foi constatado que os exportadores de energia e de metais são mais vulneráveis às oscilações de preços dos produtos do que os exportadores de alimentos e de matérias-primas brutas. Isso se deve, entre outros fatores, a um possível efeito dos *royalties* sobre os recursos públicos desses países. Além disso, esses bens são insumos industriais, de modo que são mais sensíveis aos ciclos reais da economia global, e geralmente ocupam grande proporção na pauta de exportações e no PIB de seus países produtores. A vulnerabilidade é ainda maior se os países adotarem câmbio fixo ou elevada mobilidade de capital, uma vez que os movimentos dos mercados financeiros tendem a ser pró-cíclicos, restringindo crédito nos momentos de maior incerteza na economia global, que coincidem com recessões e depreciação das *commodities*.

O desempenho dos exportadores também é diferente para as distintas fontes de variações de preços das *commodities*. Choques de demanda costumam ter efeito significativo sobre o PIB desses países. O efeito é maior para os exportadores de energia, especialmente os produtores de petróleo. Choques de oferta, por outro lado, não são sempre significantes, de modo que os efeitos da redução da produção e da elevação de preços (ou vice-versa) podem se cancelar na evolução do PIB desses países.

Conclui-se, portanto, que a exportação de *commodities* pode permitir um crescimento econômico acelerado das economias em desenvolvimento. Todavia, o seu ciclo econômico fica acoplado à evolução do preço da *commodity* exportada, o qual depende, sobretudo, do desempenho da economia mundial. A vulnerabilidade é potencializada se combinada com mercados financeiros domésticos expostos às incertezas globais ou em países exportadores de petróleo. Por isso, recomenda-se que países em desenvolvimento se protejam dessa vulnerabilidade, e invistam em sua estrutura econômica levando em consideração a exaustibilidade dos recursos naturais, a equidade social e intergeracional e os desafios trazidos por possíveis casos de doença holandesa. Além disso, quaisquer políticas adotadas devem levar em conta as condições específicas de cada país, a estrutura de produção da *commodity*, a capacidade institucional nacional e o seu nível de desenvolvimento.

Referências:

ADLER, Gustavo, e S. Sebastián Sosa, 2011, “Commodity Price Cycles: The Perils of Mismanaging the Boom”, IMF Working Paper 11/283 (Washington: International Monetary Fund).

BARSKY, Robert B., e Lutz Kilian, 2002, “Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative”, *NBER Macroeconomics Annual 2001*, pp. 137-83.

BERG, Andrew, Rafael Portillo, Susan Yang e Luis-Felipe Zanna, forthcoming, “Public Investment in Resource Abundant, Low-Income Countries”, IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

CASHIN, Paul, C. John McDermott, e Alasdair Scott, 2002, “Booms and Slumps in World Commodity Prices”, *Journal of Development Economics*, Vol. 69, No. 1, pp. 277-96.

COLLIER, Paul, e Benedikt Goderis, 2007, “Commodity Prices, Growth, and the Natural Resource Curse: Reconciling a Cunundrum”, CSAE Working Paper No. 2007-15 (Oxford: University of Oxford, Center for the Study of African Economies).

DEATON, Angus, 1999, “Commodity Prices and Growth in Africa”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 3, pp. 23-40

EYZAGUIRRE, Nicolás, Martin Kaufman, Steven Phillips, e Rodrigo Valdés, 2011, “Managing Abundance to Avoid a Bust in Latin America”, IMF Staff Discussion Note 11/07 (Washington: International Monetary Fund).

International Monetary Fund (IMF), 2011, Managing Global Growth Risks and Commodity Price Shocks – Vulnerabilities and Policy Challenges for Low-Income Countries , Policy Paper (Washington).

SACHS, Jeffrey D., e Andrew M. Warner, 1999, “The Big Push, Natural Resource Booms and Growth”, *Journal of Development Economics*, Vol. 59, No. 1, pp. 43-76.

2) DESEMPENHO E TENDÊNCIAS DO INVESTIMENTO EXTERNO GLOBAL

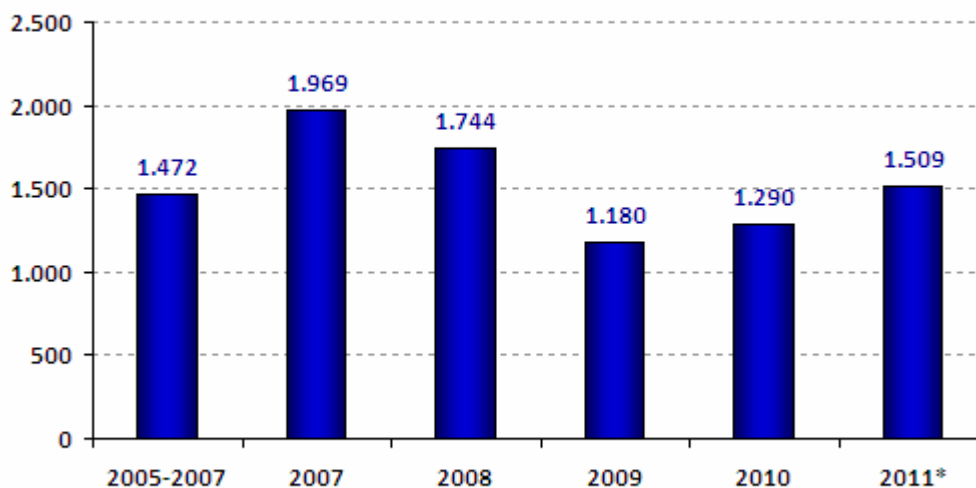
Dados preliminares mostram recuperação do IED aos níveis pré-crise

As estatísticas preliminares da UNCTAD – Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento mostram desempenho positivo dos fluxos globais de investimentos diretos em 2011, que não apenas cresceram pelo segundo ano consecutivo, como também recuperaram o nível médio dos anos anteriores à crise econômica (Gráfico 2.1). O fluxo total estimado de US\$ 1,5 trilhão confirma, por ora, o cenário base da UNCTAD (ver Sinopse Internacional n. 16).

O aumento dos fluxos de investimento ganhou fôlego no ano passado: a variação foi de 17%, contra 9% no ano anterior. Outra diferença importante em relação ao passado recente foi o fato de que o aumento dos fluxos se observou para todos os grupos de países, especialmente para os desenvolvidos, que nos três anos anteriores tiveram queda dos investimentos recebidos (Tabela 2.1). Esses resultados são algo surpreendentes tendo em vista que ao longo de quase todo o período predominou o clima de incerteza com relação aos rumos da economia mundial, principalmente nos Estados Unidos e na Europa.

Gráfico 2.1 - Evolução dos Fluxos de IED no Mundo

Fluxos de entrada em US\$ bilhões



Fonte: UNCTAD; Global Trade Investments Monitor, Jan 2012

* Dados preliminares

Tabela 2.1 - Fluxos de IED por Região 2010-2011

US\$ bilhões e variação %

Região	2010	2011*	Var. %
Mundo	1.289,7	1.508,6	17,0
Economias Desenvolvidas	635,6	753,2	18,5
Europa	346,8	425,7	22,8
União Européia	314,1	414,4	31,9
Estados Unidos	228,2	210,7	(7,7)
Japão	(1,3)	(1,3)	-
Economias em Desenvolvimento	583,9	663,7	13,7
África	54,7	54,4	(0,5)
América Latina e Caribe	160,8	216,4	34,6
Ásia e Oceania	368,4	392,9	6,7
Oeste da Ásia	58,2	50,4	(13,4)
Leste, Sul e Sudeste da Ásia	308,7	343,7	11,3
Economias em Transição	70,2	91,7	30,6

Fonte: UNCTAD; Global Trade Investments Monitor, Jan 2012

* Dados preliminares

Em conjunto, os fluxos para os países desenvolvidos cresceram 18,5% e representaram, aproximadamente, a metade dos fluxos totais de investimentos diretos no mundo (Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2 - Distribuição da entrada de IED líquido por grupo de países

2011



Fonte: UNCTAD; Global Trade Investments Monitor, Jan 2012

A Europa, que recebeu US\$ 425,7 bilhões, foi, no grupo dos desenvolvidos, a região que registrou maior aumento dos fluxos de investimentos líquidos: 23%. Nos países da União Européia a expansão foi ainda maior: 32%. À exceção de Grécia e Holanda, todos registraram entrada líquida de investimentos diretos e na Irlanda, Itália e Portugal os fluxos mais do que dobraram em relação ao ano anterior, um

crescimento em parte favorecido pela base de comparação deprimida: em 2010, os investimentos com destino à União Europeia haviam recuado mais de 20%.

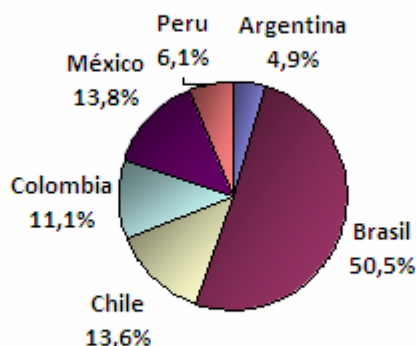
Já os fluxos para os Estados Unidos recuaram quase 8% em 2011, depois de uma expansão de mais de 40% no ano anterior. Ainda assim, o país recebeu um total de US\$ 211 bilhões, já descontadas as saídas, e continua sendo, individualmente, o principal destino dos fluxos globais de investimento direto.

Diferentemente do movimento pendular observado na Europa e nos Estados Unidos, que alternaram expansão e crescimento dos fluxos de investimentos recebidos nos últimos dois anos, os fluxos para o Japão continuaram fracos, com saídas superadas pelas entradas no mesmo montante de US\$ 1,3 bilhão.

Dentre os países em desenvolvimento, o destaque regional, em 2011, foi a América Latina e o Caribe, que liderou o crescimento da entrada líquida de investimentos, com expansão de 35%. Dentre os principais receptores de investimentos na região, só Argentina e México registraram queda (de 10% e 9%, respectivamente). No outro extremo, os fluxos para a Colômbia mais do que dobraram.

O Brasil, sozinho, recebeu um pouco mais do que entrou na Argentina, Chile, Colômbia, México e Peru, somados (Gráfico 2.3). Além disso, o crescimento sobre o ano anterior, de 35%, foi acentuado, só superado pelo observado na Colômbia. Na avaliação da UNCTAD, são particularmente atraentes para o investidor estrangeiro o tamanho do mercado do Brasil e sua posição estratégica, que permite que outros mercados emergentes como Argentina, Chile, Colômbia e Peru, sejam alcançados a partir do país. De fato, à exceção do ano de 2009, auge da crise global, a entrada líquida de investimentos diretos no Brasil cresce em ritmo acelerado desde 2006 (Gráfico 2.4).

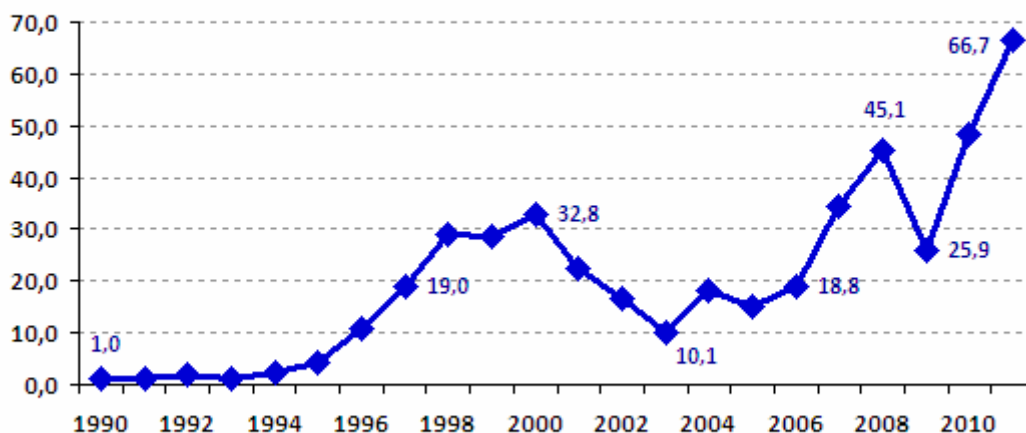
Gráfico 2.3 - Distribuição da entrada de IED líquido na AL
2011



Fonte: UNCTAD; Global Trade Investments Monitor, Jan 2012

Gráfico 2.4 - Investimentos Diretos para o Brasil

Valores líquidos em US\$ bilhões



Fonte: Banco Central do Brasil

Na região compreendida pelos países do Sul, Sudeste e Leste da Ásia, todos os países com estimativas da UNCTAD (Cingapura, China, Hong Kong, Índia, Indonésia, Malásia e Tailândia) tiveram expansão dos investimentos em 2011, ainda que a taxas menos espetaculares do que as observadas no ano anterior. Na China, excluindo Hong Kong, os investimentos seguiram crescendo moderadamente sobre uma base já elevada e a estimativa é que tenham chegado a US\$ 124 bilhões em 2011 (quase o dobro do que entrou no Brasil). Hong Kong é o segundo destino principal dos investimentos diretos na região (US\$ 78,4 bilhões; 14% a mais do que no anterior) seguido por Cingapura (US\$ 41 bilhões e expansão de 6%).

A África foi a única região a mostrar declínio da entrada líquida de investimentos. Esse resultado foi fortemente influenciado pelo desempenho do Egito, onde os investimentos estrangeiros líquidos caíram 92%, embora ainda tenham se mantido positivos (cerca de US\$ 500 milhões).

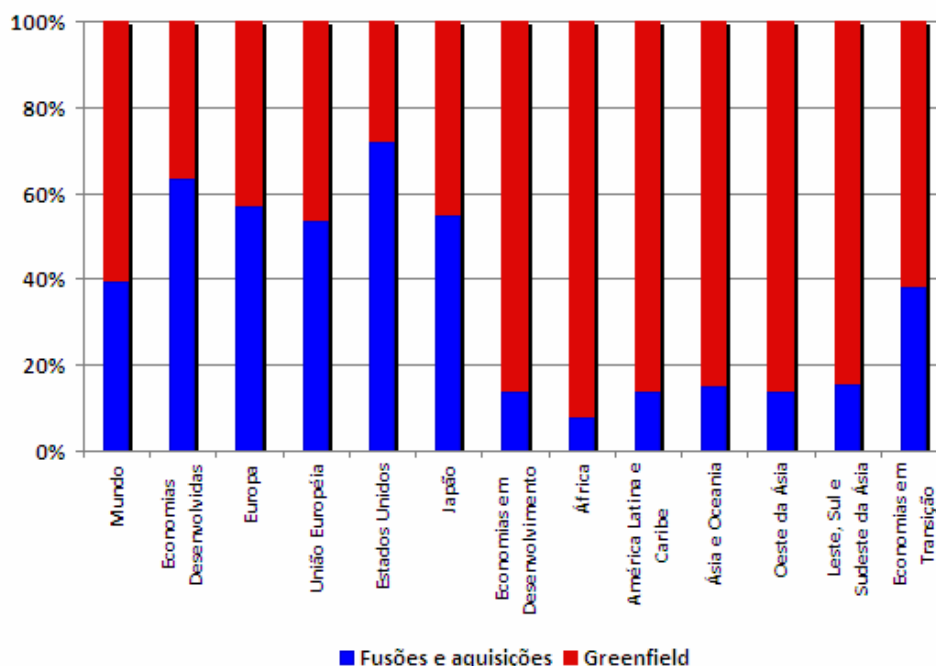
Nas economias em transição do Sudeste da Europa e da Comunidade dos Estados Independentes (formada pelos ex-membros da antiga União Soviética), os fluxos de entrada de IED cresceram 31%.

Investimentos *greenfield* recuaram em 2011

A desagregação do IED por modo de entrada mostra que os investimentos são tipicamente dirigidos a fusões e aquisições nos países desenvolvidos e a novos projetos (*greenfield*) nos países em desenvolvimento e nas economias em transição, onde são maiores as oportunidades de expansão da capacidade e maior a expectativa de retorno do capital (Figura 6). Em 2011, a variação dos fluxos de investimentos globais foi determinada pelos negócios de fusões e aquisições, que cresceram 50%

em valor, enquanto os investimentos em novos projetos (*greenfield*) recuaram pelo terceiro ano consecutivo. Esse padrão geral, contudo, não foi uniforme entre as regiões e grupos de países (Figura 7).

Gráfico 2.5 - Decomposição do IED por região e modo de entrada em 2011



Fonte: UNCTAD; Global Trade Investments Monitor, Jan 2012

Tabela 2.2 - Evolução do IED segundo o modo de entrada

Valor em US\$ bilhões e variação %

Região	Fusões e aquisições			Greenfield		
	2010	2011*	Var. %	2010	2011*	Var. %
Mundo	338,8	507,3	49,7	807,0	780,4	(3,3)
Economias Desenvolvidas	251,7	396,3	57,4	263,5	229,9	(12,8)
Europa	123,4	191,2	54,9	148,9	145,2	(2,5)
União Européia	113,5	162,8	43,4	143,1	142,2	(0,6)
Estados Unidos	80,3	129,7	61,5	57,1	51,3	(10,2)
Japão	6,7	5,1	(23,9)	4,5	4,2	(6,7)
Economias em Desenvolvimento	82,8	78,8	(4,8)	491,6	498,1	1,3
África	7,6	6,3	(17,1)	84,1	76,6	(8,9)
América Latina e Caribe	29,5	20,3	(31,2)	118,2	126,9	7,4
Ásia e Oceania	45,7	52,3	14,4	289,3	294,7	1,9
Oeste da Ásia	4,6	9,5	106,5	52,0	60,2	15,8
Leste, Sul e Sudeste da Ásia	32,1	42,7	33,0	236,2	231,4	(2,0)
Economias em Transição	4,3	32,2	648,8	51,8	52,3	1,0

Fonte: UNCTAD; Global Trade Investments Monitor, Jan 2012

* Dados preliminares

Entre os países desenvolvidos, o valor das fusões e aquisições entre fronteiras cresceu 57%, sendo 55% na Europa e pouco mais de 60% nos Estados Unidos. Se-

gundo o levantamento da UNCTAD, esses resultados foram mais frutos dos grandes valores envolvidos em algumas operações de fusões e aquisições do que da quantidade dessas operações. Já os investimentos *greenfield* caíram tanto para o conjunto dos desenvolvidos como para as suas grandes subregiões.

Entre os países em desenvolvimento o movimento foi o oposto, com queda moderada das fusões e aquisições e pequeno aumento dos projetos *greenfield* quando se comparam os anos de 2010 e 2011. Dentre as subregiões, no entanto, o comportamento não foi homogêneo. Na África, caíram tanto as fusões e aquisições quanto os investimentos novos, enquanto no Leste, Sul e Sudeste da Ásia, o aumento em mais de um terço das fusões e aquisições foi acompanhado por queda dos investimentos novos. Na América Latina e Caribe observou-se o contrário: queda acentuada das fusões e aquisições e aumento dos investimentos *greenfield*. Por fim, no Oeste da Ásia e nas economias em transição, os investimentos cresceram em ambos os modos de entrada, com destaque para o aumento das fusões e aquisições neste último grupo, um resultado de negócios volumosos na Rússia, sobretudo no setor de minério (petróleo e ouro).

Estimativa da UNCTAD é que o crescimento do IED modere em 2012

No “*Global Investment Trends Monitor*” publicado em janeiro, a UNCTAD divulgou estimativa de US\$ 1,6 trilhão para o investimento externo líquido em 2012. O montante representaria uma expansão de cerca de 7% sobre o resultado preliminar de 2011, expansão ainda relevante, mas menor que a observada nos dois anos anteriores. Na avaliação da UNCTAD, sobre esse cenário base, os riscos parecem pender mais para o lado pessimista, tendo em vista a evolução trimestral dos investimentos. Vale destacar, no entanto, que as estimativas da UNCTAD são construídas com base em anúncios de investimento e que esses anúncios são muito sensíveis ao sentimento de confiança do investidor no momento em que é feito o anúncio. Dado que as perspectivas econômicas mundiais melhoraram ao longo do primeiro trimestre de 2012, depois da divulgação daquela estimativa, parece que os riscos de uma evolução menos favorável para os investimentos diretos se reduziram, o que pode levar a uma revisão para cima do cenário base.

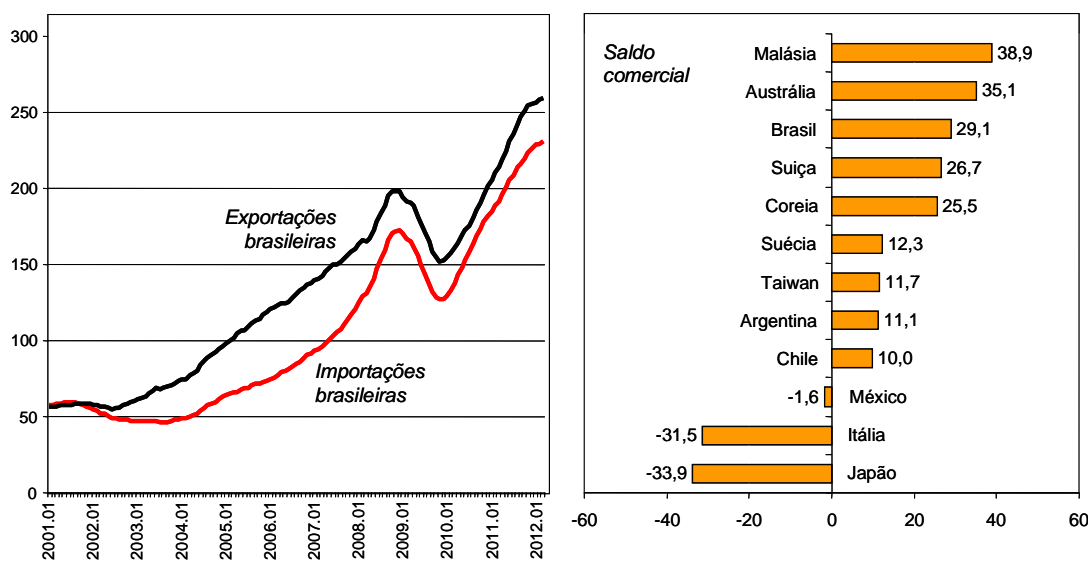
3) COMÉRCIO INTERNACIONAL

O saldo da balança comercial brasileira alcançou o valor de US\$ 2,4 bilhões nos três primeiros meses do ano. Após o déficit comercial de janeiro que chegou a provocar grande atenção nas análises das contas externas brasileiras, os meses de fevereiro e março mostraram melhores resultados. Nos dois últimos meses os superávits foram maiores do que no mesmo período do ano passado e do retrasado.

As exportações do Brasil somaram US\$ 55,1 bilhões nos três primeiros meses de 2012, enquanto as importações, US\$ 52,6 bilhões. Ambos constituem os maiores valores verificados em toda a série histórica das contas externas brasileiras. Para o acumulado de doze meses, igualmente se verifica recorde histórico nos fluxos comerciais e as taxas de variação de exportações e importações são praticamente as mesmas, com apenas ligeira vantagem para a primeira (21,5% e 20,5%, respectivamente).

Em comparação com outros países, o superávit comercial do Brasil ainda é um dos maiores. No acumulado de doze meses, até março, o saldo brasileiro é de US\$ 29,1 bilhões, valor significativamente maior do que o verificado no período imediatamente anterior (US\$ 22,4 bilhões de abril de 2010 a março de 2011). As exportações e importações também constituíram valores recordes de US\$ 259,9 bilhões e US\$ 230,8 bilhões, respectivamente, nos últimos doze meses – ver Gráfico 3.1. O principal componente do saldo comercial brasileiro é o contínuo aumento das quantidades exportadas de produtos básicos, muitas vezes também reforçado por condições de preços favoráveis no mercado internacional.

Gráfico 3.1 – Balança comercial brasileira e comparação com países selecionados (US\$ bilhões, acumulado 12 meses)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC) e da Economist Intelligence Unit (EIU).

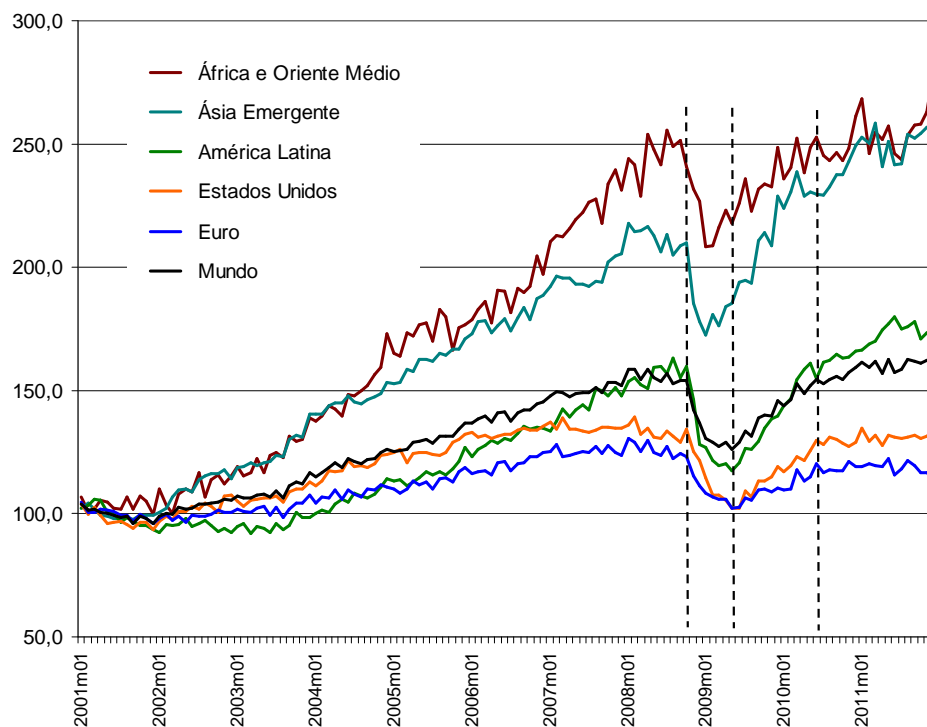
Além dos grandes exportadores de petróleo Arábia Saudita e Rússia, que detêm saldos comerciais superiores a US\$ 200 bilhões no acumulado dos últimos doze meses, os maiores superávits mundiais foram conseguidos por Alemanha (US\$ 224 bilhões), China (US\$ 153 bilhões), Irlanda (US\$ 63 bilhões) e Holanda (US\$ 56 bilhões). A partir daí, como pôde ser percebido no gráfico, existe uma sucessão de países com saldos entre US\$ 20 e 40 bilhões, no qual o Brasil está incluído.

O cenário internacional para o comércio se encontra em uma trajetória tímida, embora seja possível perceber maior dinamismo em alguns mercados. O Gráfico 3.2 mostra o comércio internacional por regiões geográficas a partir do lado das importações. Sob esta ótica, pode-se perceber a evolução da demanda por bens estrangeiros, que é nitidamente associada às próprias tendências de recuperação ou não do crescimento econômico e pode proporcionar um melhor entendimento do cenário mundial do que os fluxos de exportação em geral empregados na análise da conjuntura do comércio exterior. A primeira linha vertical pontilhada do gráfico mostra a praticamente sincronizada queda do comércio internacional que ocorreu em novembro de 2008 em todas as regiões. A forte contração continuou por cinco meses em todo o mundo até o início de uma recuperação mais rápida em algumas regiões ou mais lenta em outras, marcada pela segunda linha no gráfico.

A última linha tenta delimitar a fase após junho de 2010 em que o comércio pareceu mostrar um retorno à sua normalidade, com a média mundial de volta aos níveis anteriores à crise. Enquanto Europa e Estados Unidos encontram-se atualmente em níveis ainda menores do que a média mundial, a tendência de Ásia e África já se mostra francamente ascendente. Os países asiáticos em desenvolvimento (“Ásia emergente”, na figura) são os que apresentam a mais bem sucedida trajetória de todas as regiões, destacando-se a influência da China. Por sua vez, o descolamento do continente africano, e do Oriente Médio, foi particularmente visível desde 2007 e seguiu a ampliação do comércio de *commodities* derivada da demanda asiática, o que lhe proporcionou maior renda ao fornecer tais insumos e, portanto, maior capacidade dele próprio importar.

A dinâmica de sustentação de taxas de crescimento na Ásia acaba por determinar a contínua trajetória de expansão dos preços de *commodities*, que vem sendo interrompida apenas nos momentos mais agudos de crise. Por sua vez, a manutenção de preços de produtos básicos em patamares elevados torna-se um dos responsáveis pela ampliação da capacidade de importar do continente africano e alguns países da própria América Latina.

Gráfico 3.2 – Importações por regiões geográficas: janeiro de 2001 a fevereiro de 2012 (dados mensais de volume dessazonalizados, média de 2000 = 100)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB).

Os preços das *commodities* sofreram forte queda durante a crise em 2009, voltaram a se recuperar nos anos seguintes e novamente declinaram nos últimos meses, exceto pelo petróleo – ver Gráfico 3.3. As matérias-primas agrícolas foram as que apresentaram menor volatilidade ao longo dos últimos anos, mas também foram nelas as menores taxas de expansão de preços.

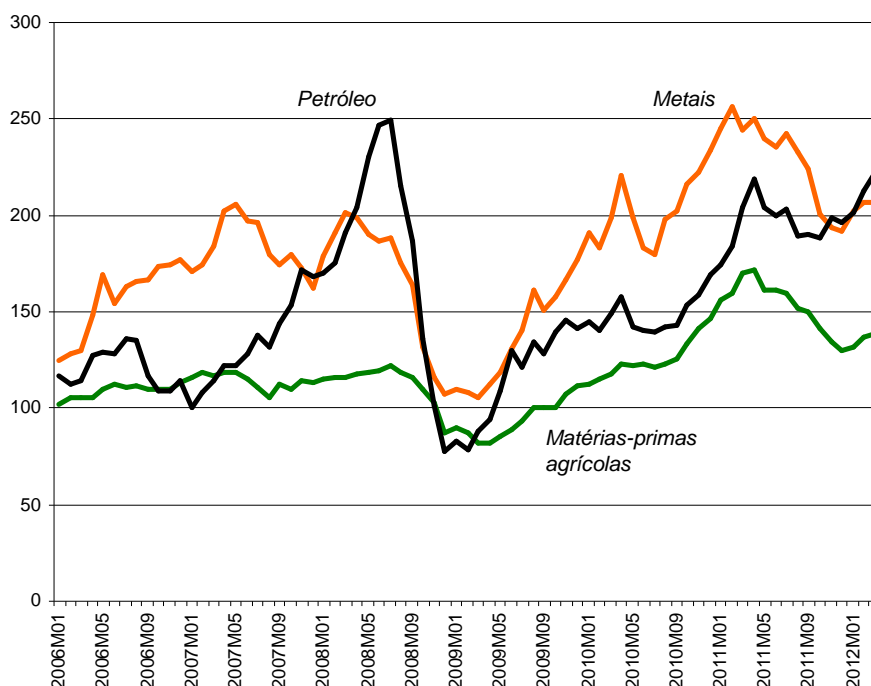
Não se deve esquecer, entretanto, que o aumento de preços de *commodities* pode ser desfavorável a alguns países não desenvolvidos. Em seu conjunto, países africanos e latino-americanos são associados, em geral, a grandes beneficiários da expansão de preços dos anos recentes, mas existem exceções. A elevação dos preços de produtos agrícolas é prejudicial aos mais pobres e grandes importadores de alimentos; ou aos países que não são produtores de petróleo e necessitam importar combustíveis.

O efeito da elasticidade-renda diferenciada entre produtos básicos e manufaturados é mantido para praticamente todos os países, mas existe diferença de magnitude a depender de seu nível de renda. Estimativas recentes do *US Department of Agriculture*¹ confirmaram a maior elasticidade-renda de bens manufaturados para todo o conjunto de 144 países analisados. A elasticidade-renda por alimentos nos Estados Unidos foi estimada em 0,34%, enquanto a de calçados era de 0,96% e a de

¹ Ver Evenett, S.J. e Jenny, F. (2012) *Trade, Competition, and the Pricing of Commodities*. Londres: Center for Economic Policy Research.

transporte e comunicação, 1,13%. Para a Etiópia, o diferencial de elasticidades se mantém, mas em uma proporção distinta: a de alimentos (0,83%), apesar de ainda menor, foi muito mais próxima das demais (calçados com 0,97% e transporte e comunicação, 1,27%). Ou seja, foi confirmado o conhecido efeito do diferencial de elasticidades que tende a fazer com que os preços de *commodities* agrícolas se deteriore a longo prazo, mas ao mesmo tempo também reafirmado o maior peso do gasto em alimentos nos países mais pobres.

Gráfico 3.3 – Índice de preços para *commodities*: janeiro de 2006 a março de 2012 (média de 2005 = 100)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI

O mercado internacional de manufaturados apresenta dinâmica distinta. Há excesso de capacidade de produção de europeus e norte-americanos, que buscam impulsionar suas economias com exportações. Além disso, continua presente a já existente estratégia de expansão de exportações dos países asiáticos. Os principais mercados compradores de manufaturados do Brasil são os que apresentam menores taxas de recuperação do PIB nos anos recentes. Se somada a isso a tendência persistente de valorização da moeda brasileira, então a possibilidade de aumento de exportações encontrou-se fortemente limitada nos últimos anos. De fato, as exportações brasileiras terem conseguido se recuperar aos valores absolutos pré-crise deve ser entendido como um bom resultado, quando considerados os fatores adversos que pressionaram no sentido contrário.

A participação dos manufaturados brasileiros no mercado internacional sempre foi e continuou a ser modesta quando comparada com os grandes países produtores mundiais, mas conseguiu o mérito de não sofrer contração na última década.

Nos últimos dez anos, o *market share* brasileiro nas exportações mundiais apresentou ligeiro aumento, período que coincidiu com a expansão chinesa. Nos setores de máquinas e equipamentos de transporte, a participação do Brasil era de 0,63% do comércio mundial em 2001 e foi para 0,66% em 2010. Enquanto isso, a China ampliou-se de 3,8% para 15,4%, deslocando quase todos os tradicionais grandes exportadores. Durante os anos de 2005 a 2008, a participação brasileira chegou a ser entre 0,7% e 0,8%, reduzindo-se com a crise mundial.

Box 3.1: OMC e OCDE assinam memorando de entendimento para divulgação de estatísticas de comércio exterior por valor agregado

No dia 15 de março de 2012, foi assinado pela OMC e a OCDE um acordo para o desenvolvimento de estatísticas de comércio exterior por valor adicionado, no âmbito da iniciativa *Made in the World* (ver Sinopse Internacional n.16). As organizações desenvolverão uma metodologia para a mensuração dos fluxos de comércio por valor adicionado, partir de experiências já adquiridas em outros estudos, e será tornada publicamente disponível uma base de dados sobre o tema. As estatísticas incluirão os países da OCDE, bem como os mais relevantes não pertencentes à organização. Até então já haviam sido realizadas várias pesquisas sobre o assunto, mas esta é a primeira iniciativa de instituições internacionais no sentido de divulgar estatísticas de tal tipo de forma sistemática e periódica.

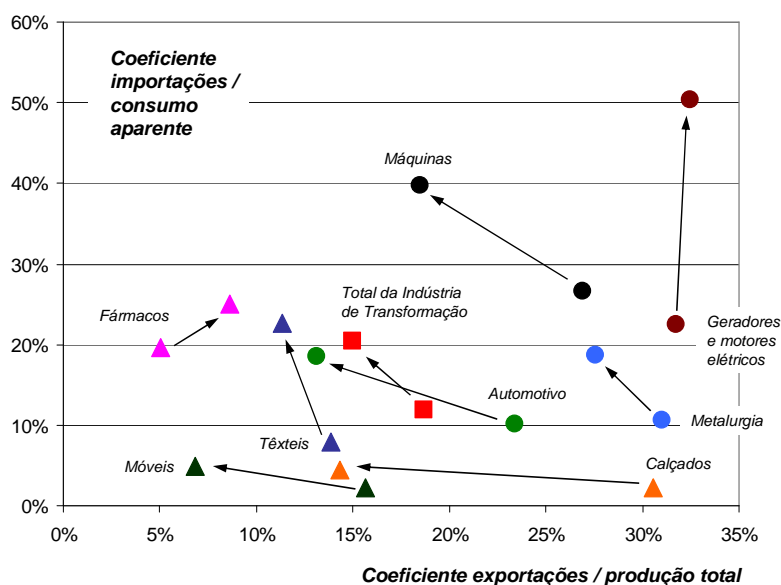
O uso das estatísticas de comércio mundial como sempre foram divulgadas até então mereceu sempre o cuidado devido às possíveis distorções trazidas pelos critérios de valor adicionado e às cadeias internacionais de produção. Quando existe a menção de que um país detenha, por exemplo, 10% do comércio mundial este número faz referência a produtos finais, exportados por ele, independentemente do quanto realmente do conteúdo seja produzido dentro de seu território. O valor adicionado pelo país pode ser (i) maior, se ele possui cadeias bem desenvolvidas de fornecedores nacionais para sua produção e/ou detém etapas intensivas em conhecimento (pesquisa e desenvolvimento); ou (ii) menor, se ele produz a partir de muitos componentes importados, com o caso extremo de se concentrar apenas na montagem final sem maior capacidade de influência nas demais etapas do processo produtivo. Quanto mais um país esteja integrado em cadeias internacionais de produção também menor tenderá a ser o conteúdo nacional de seus produtos. A participação “real” da produção nacional exportada pode ser bem menor do que o mensurado pelas estatísticas usuais de exportação, que expõem apenas o valor final dos bens.

O fato de o Brasil ter mantido boas taxas de crescimento econômico combinado a condições adversas no mercado internacional para ampliação das exportações determinou uma trajetória de ampliação de importações e redução do direcionamento da produção brasileira ao exterior. Ou seja, nos últimos anos, em quase todos os setores da economia brasileira houve incremento de itens importados no consumo total e redução de parcelas de exportação sobre o total da produção. O

Gráfico 3.4 mostra a evolução conjunta dos coeficientes de penetração de importação e de exportação de 2005 para 2011. O coeficiente de penetração mensura o total de importados no consumo aparente da economia, que é definido como a produção total menos exportações e mais importações. O resultado do coeficiente diz o quanto dos itens finais consumidos é composto por importações. Por exemplo, em uma explicação simplificada, pode-se entender que um índice de 5% no setor de calçados mostra que R\$ 1 em cada R\$ 20 do valor dos pares comprados no país foi proveniente de mercadorias originadas do exterior.

A média do coeficiente de penetração de importações da indústria de transformação brasileira foi de 11,9% para 20,4% nos últimos seis anos, com a elevação generalizada por todos os ramos da indústria de transformação brasileira. Em geral, esse coeficiente é maior em países pequenos e menor em grandes, devido ao fato destes possuírem maior capacidade de produção para atender o consumo interno. O valor calculado para o Brasil, mesmo com o rápido crescimento dos últimos anos, todavia ainda não se encontra elevado em comparações internacionais. O cálculo realizado pela OCDE² aponta que estão entre os menores do mundo os coeficientes da indústria manufatureira de Japão (15,0%), Estados Unidos (26,6%) e Coréia (26,7%), enquanto Espanha (38,2%), França (43,8%) e Alemanha (47,7%) apresentam índices maiores. Países pequenos mostram coeficientes ainda maiores, tais como Israel (56,2%) e Suíça (66,2%).

Gráfico 3.4 – Coeficientes de exportações e de penetração de importações no Brasil: de 2005 para 2011 (sentido da seta)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Funcex, preços constantes de 2007

² As estatísticas podem ser encontradas em www.oecd.org/sti/stan/indicators. O último dado disponível na base da OCDE é para o ano de 2009, mas foi utilizado o ano de 2008 para comparação porque as estatísticas daquele outro ano foram fortemente distorcidas pela crise internacional. Em praticamente todos os países houve significativa queda do coeficiente devido à maior contração relativa das compras no exterior do que a produção doméstica. Para uma comparação precisa em termos cronológicos, o indicador para o Brasil em 2008 era de 17%.

O segundo coeficiente mostrado no gráfico é de interpretação mais imediata e indica o quanto da produção de um país foi destinado ao exterior. Ainda no exemplo do setor calçadista, pode-se perceber que, embora não tenha existido um grande aumento das importações, as exportações de sapatos em relação ao total produzido caíram pela metade. Não houve uma substituição significativa da produção brasileira por importados, mas os bens nacionais foram direcionados cada vez mais para atender a crescente demanda interna ao invés de serem exportados. A quase totalidade dos setores industriais brasileiros apresentou a mesma tendência de redução da participação de exportações na produção e aumento das importações no consumo, representado no gráfico pelo deslocamento das setas da esquerda para a direita e de baixo para cima. A única exceção foram os fármacos que ao mesmo tempo tiveram suas exportações e importações ampliadas.

MATÉRIA ESPECIAL: AS PERSPECTIVAS DO CRÉDITO À EXPORTAÇÃO NO MUNDO

Alexandre Lautenschlager
Luiz Eduardo Miranda Cruz
Fabrício Catermol³

A conjuntura após a crise

Um dos traços definidores da crise internacional iniciada em 2008 foi sua origem no mercado financeiro e posteriores efeitos que geraram impactos cumulativos na própria atividade bancária e de suas demais instituições. Nesse contexto, praticamente nenhum segmento pode ser apontado como tendo atravessado os últimos três anos livre de perdas substanciais e alterações fundamentais do modo de fazer negócio. O financiamento ao comércio exterior (*trade finance*) não foi diferente, pois tanto a queda da liquidez quanto a menor demanda levaram à diminuição do número de operações concretizadas.

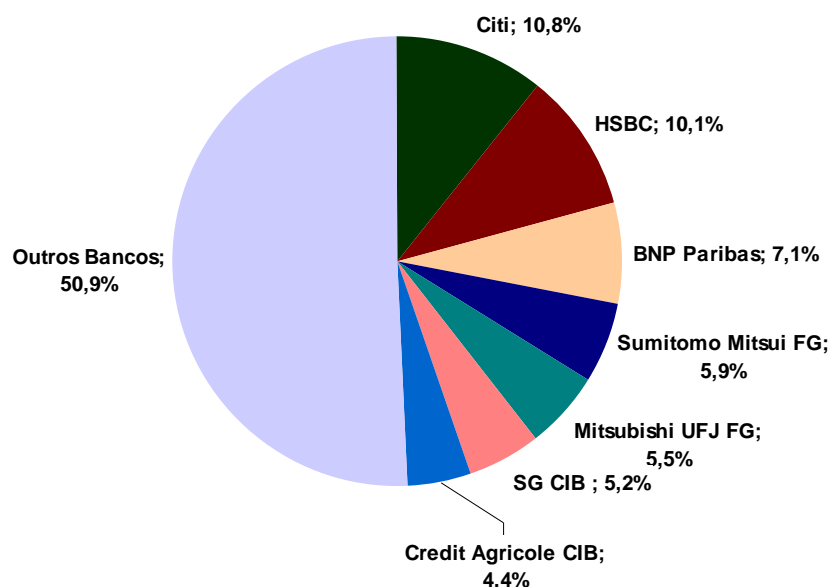
Segundo o acompanhamento realizado pela consultoria Dealogic, o número de operações de *trade finance* caiu de um pico de mais de 900 em 2007 para cerca de 800 em 2009. No mesmo período, o valor dos contratos permaneceu em ascensão, possivelmente apoiado pelas medidas emergenciais adotadas por instituições públicas, como será visto na segunda seção deste texto. O ano retrasado foi ainda mais significativo por sinalizar uma recuperação robusta em quantidades e valores, com 1.254 transações no valor de US\$ 171,1 bilhões. No ano de 2011, conforme divulgado pela *Trade Finance Magazine*, as estatísticas da consultoria indicaram o segundo melhor número, sendo superado apenas pelo resultado do ano anterior. Naquele ano, foram registrados US\$ 168,6 bilhões em 1.085 transações, valor pouco menor do que em 2010. Destas, 409 tiveram garantias de Agências de Crédito à Exportação (ECAs, da sigla em inglês), totalizando US\$ 68 bilhões. Os dois principais bancos privados foram o Citibank e o HSBC (ver Gráfico 1). O número de contratações do último trimestre, entretanto, foi o menor desde o primeiro trimestre de 2004. Como fatores negativos de maior atenção figuraram incertezas associadas às consequências diretas e indiretas da nova regulação definida no âmbito do comitê de Basileia e a renovação da crise na zona do Euro.

O crédito à exportação é tradicionalmente visto como uma atividade de “baixo risco e baixo retorno”, dada a sua natureza de fácil liquidação e lastro em ativos tangíveis. Ainda assim, em um primeiro momento, essa percepção não se refletiu nas regras sendo discutidas para o acordo de Basileia. Nelas, operações de *trade finance* eram sujeitas ao mesmo tipo de restrições impostas a outras de risco mais elevado. Para tratar essa distorção e provar seu ponto, diversas instituições se uniram sob a coordenação do Banco Asiático de Desenvolvimento e da Câmara Internacional de Comércio (*International Chamber of Commerce* - ICC) para formar um cadastro das

³ Economistas da Área de Comércio Exterior do BNDES

perdas com financiamentos do comércio.⁴ Os resultados obtidos foram encorajadores por mostrarem baixíssimos níveis de inadimplência e de fato levaram à conquista de mudanças importantes, mas não garantiram ao *trade finance* um status a parte como atividade relativamente mais segura em Basileia, como pretendido originalmente.

Gráfico 4.1 – Principais bancos no segmento de *trade finance* no mundo, segundo o acompanhamento da Dealogic para 2011



Fonte: Trade Finance Magazine

Ambas as propostas acatadas pelos reguladores dizem respeito ao tratamento conferido a cartas de créditos (*letters of credit* – LCs) como garantias para financiamentos. Dentro da chamada *Advanced Internal Ratings-Based Approach* (AIRB), os requerimentos de capital para exposição a crédito eram definidos como um padrão de maturidade de no mínimo um ano. Tal recomendação entrava em conflito com as características da maioria dos instrumentos de *trade finance* de curto prazo, em especial LCs, cujo prazo é significativamente menor. Confrontado com uma duração média de 115 dias no cadastro ADB/ICC, o comitê de Basileia abriu uma exceção às LCs, deixando a critério das autoridades locais o tratamento a ser concedido para instrumentos semelhantes. Um segundo problema diz respeito ao “piso soberano” para bancos confirmadores de LCs. Também sob a AIRB, a ponderação de risco para exigíveis de um banco sem *rating* internacional é de 50% ou 20%, em prazos menores. Todavia, tais porcentagens não podem ser menores do que a definida para o

⁴ A ICC coletou os dados que fornecem as bases para o relatório “*Global Risks - Trade Finance 2011*” através do *Trade Finance Register*. O projeto é uma iniciativa conjunta da ICC e do Banco Asiático de Desenvolvimento e contém uma carteira superior a 11 milhões de transações, totalizando mais de 5 bilhões de dólares fornecidos por 14 bancos internacionais que operam tanto em países da OCDE quanto em não membros. Os dados abrangem o período de seis anos, de 2005-2010. Disponível em <http://www.iccwbo.org/policy/banking/index.html?id=46278>

risco soberano do mercado do emissor, que no caso de países de baixa renda e maior risco chega a 100%. Dessa forma, o comércio com regiões mais pobres seria o mais prejudicado, diminuindo o acesso de suas populações a produtos importados de maior sofisticação. Convencido pelo argumento, o comitê corrigiu tal distorção.

Para o futuro próximo, participantes da indústria do *trade finance* avaliam que a resistência dos reguladores em definir regras que respeitem as especificidades do segmento pode ter implicações não intencionadas graves para o comércio e sistema financeiro internacional. Segundo Kah Chye Tan, *chairman* da comissão bancária da ICC, “Se o custo de capital entre atividades de baixo risco e baixa margem, como o *trade finance*, for o mesmo que o de atividades de alto risco e alta margem, bancos gravitarão naturalmente para os riscos maiores. Isto é exatamente o oposto daquilo que Basileia busca conseguir e nós vamos trabalhar com eles [o Comitê] para ressaltar esta consequência não intencionada, porque ela atingirá a capacidade de o mundo gerar empregos através do comércio”.⁵

O cenário do apoio público à exportação

Nos anos imediatamente anteriores ao colapso do banco americano Lehman Brothers, quando o mercado financeiro privado se mostrava disposto a assumir exposições crescentes ao risco, agências de crédito à exportação (ECAs) sentiam seu papel no financiamento ao comércio internacional cada vez mais restrito a setores específicos e projetos de longa maturação. Tal quadro foi radicalmente alterado pelas turbulências posteriores e, a partir de 2009, ECAs saltaram ao primeiro plano como um dos principais instrumentos de intervenção pública para mitigar os efeitos da crise. Como exemplo desse protagonismo, Auboin (2009) estima que, dos US\$ 250 bilhões prometidos pelos líderes do G-20 como suporte ao *trade finance* em setembro de 2008, 70% foram desembolsados até março do ano seguinte somente pelas agências de Estados Unidos, Canadá, Japão, Coreia do Sul, China e países europeus.⁶ No resto do mundo, instituições equivalentes seguiram de forma quase que unânime uma tendência a expandir suas atividades, tanto em volume quanto em escopo.

Contudo, a renovação da importância das ECAs, conjugada com o momento difícil para a economia global, jogou luz sobre aspectos de sua atuação até recentemente pouco discutidos, como a capacidade das práticas usuais de promover o nivelamento das condições de competição (*level playing field*) em um momento de crise. Particularmente, três temas têm repetidamente sido levantados como de grande relevância: assimetrias quanto ao tipo de apoio oferecido, a deterioração da capacidade de endividamento e risco soberano de alguns países e o espectro de práticas predatórias por parte de atores do campo que não aderem ao Acordo da OCDE, como a China, e a forma de combatê-las.

⁵ “Basel Committee eases trade finance rules”. Trade Finance Market Outlook 2012, Trade Finance Magazine.

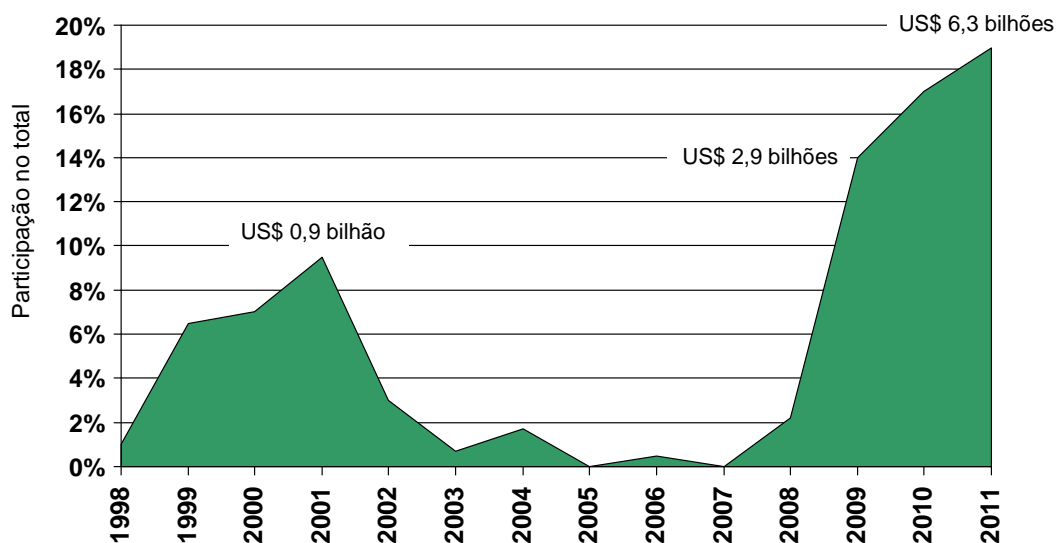
⁶ “Restoring trade finance during a period of financial crisis: stock-taking of recent initiatives”. WTO Staff Working Paper, 2009-16.

Em primeiro lugar, já em seu relatório de competitividade referente a 2008, o US Ex-im chamava a atenção a uma emergente divisão entre as ECAs focadas na oferta de “cobertura pura” (seguros e garantias para operações financiadas por entes privados) e aquelas que disponibilizam financiamentos para exportação diretamente. Devido às restrições de liquidez, mesmo com apoio de uma ECA, bancos comerciais tiveram dificuldades em estender crédito para seus melhores clientes. Adicionalmente, por causa das intervenções dos governos nos mercados financeiros ao redor do mundo, os níveis de taxas de juros caíram aos pontos mais baixos da série histórica. Consequentemente, compradores que ainda estavam capazes e dispostos a adquirir bens e serviços são mais atraídos à opção de financiamento direto que várias ECAs oferecem porque é ofertada ao comprador uma taxa estável e quantificável, de baixo custo, fixa por toda a vida do empréstimo.⁷ Não é de se espantar, portanto, que muitas agências tenham inaugurado produtos desse tipo (apoio direto) em seus portfólios, incluindo até mesmo financiamento a capital de giro, mas aquelas que tiveram dificuldades em redirecionar sua forma de atuação perderam competitividade ao se tornarem reféns da preferência por liquidez do mercado financeiro privado.

Estatísticas divulgadas em um relatório do *United States Government Accountability Office*, no início de fevereiro, indicam que os financiamentos diretos do US Ex-im alcançaram US\$ 6,3 bilhões em 2011, representando 19% do total de aprovações da instituição. Nos anos imediatamente anteriores à crise, a modalidade era muito pouco utilizada, chegando a não haver aprovações em vários anos ao longo da década passada. As agências de crédito européias do G-7 não contam com instrumentos similares e tentaram lidar com o problema através de programas de equalização de taxa de juros, mas que mostraram menor eficácia. A necessidade de contar com bancos comerciais para a realização dos financiamentos, mesmo com taxas de juros fixas garantidas pelos programas oficiais, esbarrou na própria falta de liquidez do mercado para suprir *funding* às transações.

⁷ “Report to the U.S. Congress on Export Credit Competition and the Export-Import Bank of the United States”, junho de 2009.

Gráfico 4.2 – Financiamentos diretos do Ex-im Bank do Estados Unidos: participação no total de apoio a cada ano



Fonte: US Ex-im

Segundo, a expansão da esfera de influência das ECAs demandou um movimento proporcional no montante de recursos a elas direcionados por seus respectivos governos. Em 2012, com o passivo de grandes rodadas de estímulo fiscal e monetário em seus balanços, alguns dos entes soberanos altamente endividados parecem pouco dispostos a reeditar a estratégia da crise com a mesma dedicação. Isso é especialmente verdadeiro para os países europeus obrigados a reconsolidar suas finanças e cuja capacidade/ disposição de pagamento da dívida pública vêm sendo colocada em dúvida. Talvez como um fato de maior gravidade, a situação dos países mais frágeis pode estar prejudicando a capacidade de suas ECAs de atrair negócios, na medida em que sua garantia soberana é considerada como de pior qualidade. Matéria recente da revista *Global Trade Review*, por exemplo, sugere que o mercado tem sido mais receptivo a operações da Euler Hermes, enquanto os preços em operações com cobertura de instituições dos PIIGS encontram-se em ascensão. O próprio mercado alemão de créditos à exportação encontra-se em uma posição que é avaliada como mais forte do que seus vizinhos, embora a Euler Hermes esteja envolvida em apenas 3% das exportações do país.

Por fim, com a demanda mundial ainda deprimida, existe um estímulo adicional para que os governos capazes de subsidiar as empresas nacionais tentem capturar as parcelas do mercado abertas à disputa. Nos anos 70, a busca coletiva por reverter déficits comerciais nos países desenvolvidos importadores de petróleo, aliada a altas taxas de juros, estimulou uma “corrida ao fundo” (*race to the bottom*) mutuamente destrutiva por melhores condições no financiamento à exportação. Esse processo foi o que levou os membros da OCDE a estabelecer o Acordo sobre Crédito à Exportação, definindo regras claras a serem respeitadas entre si, ostensivamente com um foco em não promover condições “artificiais” de competição. A crise iniciada no final da década passada recoloca uma situação similar, já que algumas das maiores ECAs em operação (e.g. os *Eximbanks* de China e Índia) não têm qualquer com-

promisso formal em cumprir as regras do Acordo. Nesse sentido, Steve Tvardek, chefe da divisão de crédito à exportação da OCDE, em artigo para a revista *Trade Finance* defendendo a adesão de não membros ao Acordo, alerta que “[...] a ausência de cooperação mutuamente acordada e voluntária introduziria – pelo menos no médio prazo – um ciclo de litígios na OMC e práticas financeiras destrutivas que solapariam seriamente a competição justa e eficiente nas exportações e a administração responsável da economia global”. Cabe observar, então, que a definição de “práticas financeiras destrutivas” é complexa, mas a recente decisão do US Ex-im de igualar (*matching*) a proposta chinesa de financiamento de locomotivas para o Paquistão (ver Box 1), com parâmetros proibidos pela OCDE, é sintomática de que os países ricos não necessariamente vão permanecer inativos frente a perdas para seus exportadores.

Box 4.1: O US Ex-im e a prática de *matching* para o Paquistão

Conforme descrito em seu relatório de desempenho, a ECA americana US Ex-im teve em 2011 um dos anos de maior atividade em toda sua história, financiando mais de US\$ 32 bilhões. Apenas à África foram destinados US\$ 1,4 bilhão, enquanto outros US\$ 6 bilhões se direcionaram especificamente a pequenos negócios. Alcançada uma posição de US\$ 89 bilhões de operações em ativos, atualmente a agência aguarda autorização do congresso para que o teto de sua carteira seja elevado de US\$ 100 bilhões para US\$ 140 bilhões.

Apesar dos bons resultados, o apoio dos Estados Unidos a seus exportadores foi mais intensamente noticiado no ano passado pela decisão do governo paquistanês em reabrir uma licitação para adquirir locomotivas para seu sistema ferroviário, antes vencida pela Dong Fang Electric Corp, com oferta de financiamento do China Exim. Ao saber que a oferta americana no pleito havia sido derrotada em função das condições mais atrativas oferecidas pelos chineses, o US Ex-im lançou mão do artigo 45 do Acordo da OCDE, que permite aos signatários igualarem (*match*) os parâmetros do financiamento/garantia oferecidos por suas ECAs ao de terceiros, caso percebam sua competitividade prejudicada. Diante da nova oferta, o Paquistão julgou ser necessário ponderar o mérito da compra da China e o assunto deve ser resolvido ao longo de 2012. Caso a qualidade e preço do produto americano mostrarem-se melhores que o concorrente, pode ser declarado um novo vencedor para a concorrência.

O evento é digno de nota por ser a primeira vez na história do US Ex-im em que a agência opera fora dos parâmetros definidos pela OCDE. Tal singularidade deriva menos da falta de oportunidades nas quais um competidor valeu-se da vantagem de não pertencer ao Acordo para deslocar competidores e mais dos ritos do grupo, que exigem a comprovação mais detalhada possível das condições a serem igualadas. Em circunstâncias normais, tanto o tomador quanto o credor tem pouco interesse em tornar público esse tipo de informação. Neste caso, relato da *Trade Finance Magazine* indica que os americanos contaram com auxílio de seu embaixador no país asiático, do departamento de comércio e, mais crucialmente, a coopera-

ção da própria Autoridade Ferroviária do Paquistão, que, aparentemente insatisfeita, forneceu uma documentação detalhada da oferta do China Exim. Com tais dados, a ECA americana concluiu estar suficientemente justificado ofertar carta de intenção para o financiamento de US\$ 437 milhões em um prazo de 12 anos, taxa de juros igual a *treasury* acrescida de aproximadamente 3% e comissão por exposição de 8,2%.

Independentemente do eventual vencedor da disputa no Paquistão, a revista ressalta os desdobramentos incertos que a iniciativa dos Estados Unidos pode ter: “[...] o processo de *matching* coloca a OCDE em uma situação particularmente difícil: eles não podem ser entendidos como sancionando ao abandono do consenso pelo US Ex-im, mas ao mesmo tempo eles também têm sido abertamente críticos à relutância chinesa de abraçar os esforços de inclusão na OCDE. Devem eles se preocupar que, dado o tamanho e a musculatura da China, esta se torne um questão sistêmica? Os participantes da OCDE buscarão flexibilizar as regras existentes se a China se recusar a cumpri-las?”⁸.

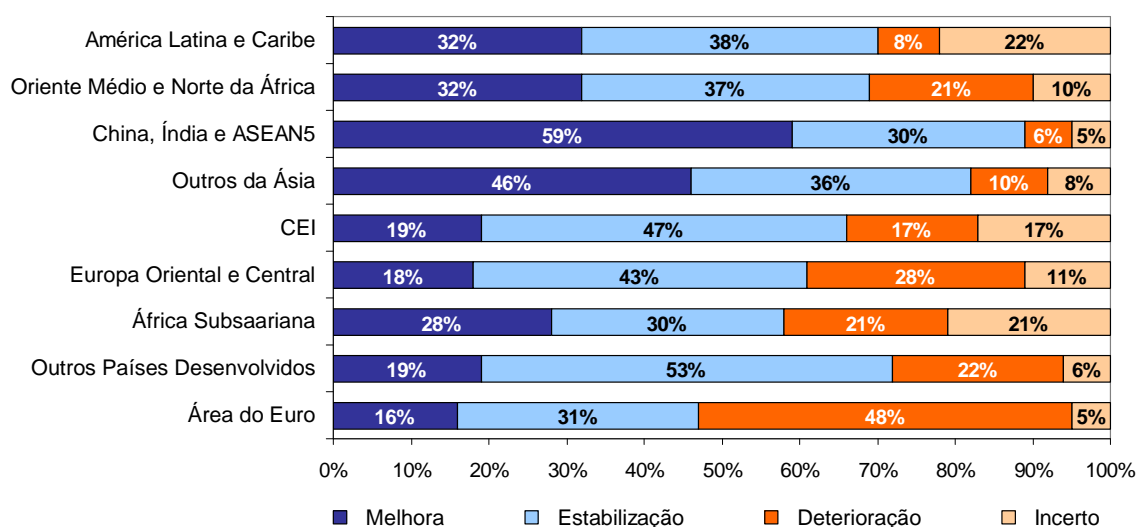
As expectativas para o crédito à exportação em 2012

A Câmara Internacional de Comércio (ICC) e o Fundo Monetário Internacional (FMI) realizaram em Dezembro de 2011 uma pesquisa junto a instituições financeiras sobre a perspectiva do mercado internacional de *trade finance* para 2012. A pesquisa *ICC-Market Snapshot* recebeu informações de 337 instituições financeiras representando 91 países. Mais de 30% dos bancos que responderam à pesquisa são de grande porte (ativos globais no valor superior a US\$ 100 bilhões), enquanto bancos de pequeno porte (ativos até US\$ 500 milhões) representavam 21% da amostra. Além disso, a pesquisa também revelou que bancos da área do Euro são responsáveis por mais da metade dos produtos de *trade finance* mundiais.

Cerca de 60% dos respondentes da pesquisa acham que a demanda por produtos bancários de *trade finance* irá crescer em 2012 no mercado asiático enquanto que aproximadamente 50% dos bancos consideram que vai haver queda na demanda por este tipo de serviço no mercado europeu. Para a América Latina e Caribe, em particular, as opiniões estão divididas. A pesquisa indica que 32% dos bancos acreditam em crescimento da demanda, enquanto 38% votaram em estabilização e 8% em deterioração. Os restantes 22% não sabem.

⁸ “Rail Financing: Locomotion to a new tune”. Trade Finance Magazine, novembro 2011.

Gráfico 4.3 – Perspectivas para o crédito à exportação em 2012



Fonte: ICC/ FMI

A pesquisa destaca ainda quais são os principais fatores que contribuem para que as instituições financeiras apostem na deterioração das atividades de *trade finance* na maioria dos mercados regionais. Cerca de 90% dos respondentes indicaram que a redução de crédito ou liquidez disponível de bancos parceiros será a principal causa da piora do mercado em 2012. Ao mesmo tempo, 80% dos respondentes acreditam que haverá menos crédito disponível de instituições financeiras internacionais, 73% consideram que suas próprias instituições reduzirão o crédito disponível para *trade finance* e quase 60% afirmam que haverá uma redução no apoio de ECAs.

A pesquisa demonstra também como a desalavancagem que vem ocorrendo nos bancos europeus tem afetado a indústria de *trade finance*. Por conta desta desalavancagem, quase 80% das instituições financeiras pesquisadas disseram que tornaram suas regras de concessão de crédito mais rígidas para países específicos, 76% diminuíram a disponibilidade de crédito para *trade finance*, 75% se tornaram mais seletivas com os clientes e 69% experimentaram um aumento no custo de seus recursos.

Ainda segundo a pesquisa, as medidas tomadas recentemente pelos bancos multilaterais de desenvolvimento (MDBs) e pelos bancos centrais no sentido de aumentar a liquidez das instituições financeiras foram percebidas como tendo algum efeito positivo na oferta de *trade finance*. Mais de 60% dos respondentes indicaram que as medidas tomadas por bancos multilaterais, como os programas *Global Trade Finance* (GTFP) e o *Global Trade Liquidity* (GTLP) do *International Finance Corporation* (IFC), conseguiram o efeito desejado de reduzir as restrições de *trade finance*. Além disso, 57% dos respondentes afirmaram que as linhas de swap adotadas por muitos bancos centrais também ajudaram a gerar a liquidez e permitir a manutenção do *trade finance*.

As preparações para a implementação das regras de Basileia III já estão gerando pressões negativas nos custos de fundos e na disponibilidade de liquidez e contribuirão para a deterioração do *trade finance* em 2012. Perto de três quartos dos entrevistados disseram que suas atividades já foram afetadas pela regulação, com um efeito maior nos grandes bancos. Segundo as instituições, por não desconsiderar a natureza de baixo risco do *trade finance*, os novos requisitos de capital de Basileia III devem tornar o financiamento ao comércio exterior menos acessível a exportadores e a importadores, afetando especialmente pequenas e médias empresas.