

# **Visão**

## **do Desenvolvimento**

### **2008**

Organizadores  
**Ernani Teixeira Torres Filho**  
**Fernando Pimentel Puga**  
**Beatriz Barbosa Meirelles**

**Rio de Janeiro – 2009**



## **Coordenação Editorial**

Gerência de Editoração do BNDES

## **Projeto Gráfico**

Ana Luisa Silveira Gonçalves

## **Produção Editorial**

Editora Senac Rio

## **Editoração Eletrônica**

Abreu's System

## **Impressão**

Imprinta Express Gráfica e Editora

Rio de Janeiro – 2009

---

V822      Visão do desenvolvimento 2008/ organizadores  
Ernani Teixeira Torres Filho, Fernando Pimentel  
Puga, Beatriz Barbosa Meirelles. – Rio de Janeiro :  
BNDES, 2009.

172 p. ; 23 cm.

ISBN: 978-85-87545-32-9

1. Desenvolvimento econômico. 2. BNDES.  
3. Economia – Brasil. 4 Investimentos. I. Torres  
Filho, Ernani Teixeira. II. Puga, Fernando Pimentel.  
III. Meirelles, Beatriz Barbosa.

CDD 339.5

---

# Sumário

<b>Prefácio</b> .....	5
<b>Introdução</b> .....	7
<b>Crédito e Mercado Financeiro</b>	
Crédito Total do BNDES Cresce 6% a.a., mas Mercado Cresce ainda mais Rápido ( <i>Visão 46</i> ) .....	15
Entendendo a Crise do <i>Subprime</i> ( <i>Visão 44</i> ) .....	23
A Crise do <i>Subprime</i> ainda não Acabou ( <i>Visão 50</i> ) .....	35
Aprofundamento da Crise Financeira Internacional Lança Economia Mundial em Recessão ( <i>Visão 59</i> ) .....	45
<b>Estrutura Produtiva e Comércio Exterior</b>	
Importações Crescem junto com Oferta Doméstica ( <i>Visão 47</i> ) .....	57
Importação Mostra que Problemas na Indústria São Localizados ( <i>Visão 48</i> ) .....	65
Balança Comercial Brasileira: Muito além das <i>Commodities</i> ( <i>Visão 54</i> ).....	77
Queda de Preços das <i>Commodities</i> : O Brasil Tem o que Temer? ( <i>Visão 55</i> ).....	89
<b>Finanças Públicas e Política Fiscal</b>	
A Política Fiscal não Exerce Pressão sobre a Demanda ( <i>Visão 56</i> ) .....	101

Expansão do Emprego Formal Pressiona Recursos do FAT ( <i>Visão 49</i> ).....	109
Nova Metodologia do Déficit Público Facilita Investimentos Públicos e Privados ( <i>Visão 53</i> ) .....	115
Composição da Dívida Pública É Crucial para o Financiamento de Longo Prazo ( <i>Visão 57</i> ) .....	123

## **Investimento**

Entendendo o Investimento Brasileiro Direto no Exterior ( <i>Visão 52</i> ).....	135
Autofinanciamento e BNDES Sustentam o Atual Ciclo de Investimentos no Brasil ( <i>Visão 51</i> ).....	145
Como as Empresas Financiam seus Investimentos e a Crise Financeira Internacional ( <i>Visão 58</i> ) .....	153
A Crise Financeira Internacional e as Perspectivas de Investimentos no Brasil para 2009–2012 ( <i>Visão 60</i> )...	159

## Prefácio

No ano de 2008, a trajetória de expansão da economia brasileira foi marcada por uma interrupção brusca após o mês de setembro. Até o terceiro trimestre, a taxa de crescimento exibiu firme aceleração, comandada pelo investimento e pelo consumo das famílias. Foi o ápice do mais longo ciclo de fortalecimento do mercado interno e de crescimento da taxa de investimento da economia brasileira desde o fim da década de 1970. A partir de setembro, os efeitos do rápido agravamento da crise internacional se fizeram sentir profundamente no Brasil, por meio da restrição ao crédito externo, da rápida desaceleração das exportações, da deterioração das expectativas e, finalmente, por meio da forte desaceleração da atividade econômica.

Em cada uma dessas duas fases, o debate econômico girou em torno de questões bastante distintas. Na primeira, havia preocupações quanto às condições que permitiram a elevação da taxa de investimento e quanto às eventuais pressões indesejáveis decorrentes do crescimento acelerado. A expansão do crédito para pessoas físicas e para o investimento – segmento em que o BNDES atua – contribuiu para essa trajetória. Por sua vez, a aceleração do nível de atividade refletiu-se no rápido crescimento das importações e levantou questões sobre a adequação do nível da taxa de câmbio e sobre um possível processo de desindustrialização.

Na segunda fase, posterior à crise financeira internacional, mudou o foco no debate nacional. Passaram ao centro das análises econômicas temas como os desdobramentos da crise do *subprime* no mundo, a evolução do preço das exportações brasileiras e seu impacto sobre a balança comercial, a continuidade das condições de financiamento do investimento e as próprias perspectivas do investimento no Brasil.

O livro *Visão do Desenvolvimento* de 2008, que compila os 16 estudos publicados no último ano, reflete claramente essas duas fases do debate econômico do ano passado. Além disso, por ser o terceiro de uma série iniciada em 2006, por iniciativa do atual ministro da Fazenda Guido Mantega, também inclui, a exemplo das edições anteriores, as perspectivas do investimento para o próximo quadriênio, uma das marcas registradas da publicação. Nesse ano, no entanto, essa pesquisa, tradicionalmente realizada em agosto, foi refeita em novembro para identificar o impacto imediato da crise internacional sobre os horizontes de investimento das empresas brasileiras.

Seu escopo espelha ainda a ampliação das atividades da equipe de pesquisa do Banco, a partir da criação da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico, em 2007. Nessa oportunidade, o BNDES aprofundou o trabalho de análise da economia brasileira, que já vinha sendo feito, e passou também a fomentar, na comunidade acadêmica, a pesquisa sobre temas selecionados, como forma de estimular o debate sobre o desenvolvimento econômico nacional.

**Luciano Coutinho**  
*Presidente do BNDES*

## Introdução

Ernani Teixeira Torres Filho  
Fernando Pimentel Puga  
Beatriz Barbosa Meirelles\*

**E**ste livro dá continuidade à série iniciada em 2006 e reúne os 16 números do *Visão do Desenvolvimento* lançados entre início de 2008 e início de 2009. Todos seguem o mesmo formato: tamanho curto e linguagem acessível.

Como o próprio título já aponta, os trabalhos aqui reunidos versam sobre temas atuais, relacionados ao desenvolvimento econômico e social brasileiro. Tratam de questões variadas que giram em torno do investimento, da estrutura produtiva e do sistema financeiro. Foi preservada a redação original dos textos, salvo acertos de formatação e eventuais retificações de informações.

O livro não segue a ordem cronológica de publicação dos estudos. Os trabalhos foram agrupados em quatro blocos temáticos: i) crédito e mercado financeiro; ii) estrutura produtiva e comércio exterior; iii) finanças públicas e política fiscal; e iv) investimento.

O primeiro bloco reúne quatro estudos sobre o mercado de crédito e o sistema financeiro: a) Crédito total do BNDES avança 6% a.a., mas mercado cresce ainda mais rápido; b) Entendendo a crise do *subprime*; c) A crise do *subprime* ainda não acabou; d) Aprofundamento da crise financeira internacional lança economia mundial em recessão.

A evolução do mercado de crédito no Brasil evidencia o papel anticíclico do BNDES. Durante a crise de liquidez de 2002–2003, o BNDES aumentou sua participação no mercado, exercendo papel importante na manutenção de projetos de

---

\* Respectivamente, superintendente da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (APE), chefe do Departamento de Acompanhamento Econômico (DAE) e economista do Departamento de Acompanhamento Econômico.

investimento. Entre 2004 e início de 2008, perdeu participação na medida em que o crédito dos bancos comerciais cresceu a uma taxa de 15% ao ano, comandado pelo segmento de pessoas físicas. Como o BNDES financia empresas, a taxa de expansão de seus créditos foi de 6% ao ano.

A partir de meados de 2008, a expansão do crédito no Brasil foi arrefecida pela crise do *subprime*. O *Visão do Desenvolvimento* deu especial atenção à crise com três artigos sobre o tema. O primeiro analisa por que os grandes bancos internacionais foram diretamente afetados pelas perdas imobiliárias norte-americanas em 2007. O segundo mostra que, a partir de maio de 2008, dois outros fatores passaram a alimentar a crise financeira: de um lado, houve queda no valor dos diferentes tipos de ativos; de outro, verificou-se redução acentuada na liquidez do mercado interbancário norte-americano. O último artigo fecha a série com a síntese dos acontecimentos a partir da quebra do Lehman Brothers em setembro de 2008: prejuízos consideráveis nas maiores bolsas de valores do mundo, encarecimento dos recursos de curto e médio prazos no mercado interbancário e, finalmente, o impacto recessivo sobre as principais economias desenvolvidas.

No segundo bloco estão quatro estudos que tratam da estrutura produtiva e do comércio exterior brasileiro: a) Importações crescem junto com oferta doméstica; b) Importação mostra que problemas na indústria são localizados; c) Balança comercial brasileira: muito além das *commodities*; d) Queda de preço das *commodities*: o Brasil tem o que temer?

Ao longo de 2008, duas questões ligadas à balança comercial preocuparam os analistas brasileiros: o rápido aumento das importações e a iminência de queda acentuada no preço internacional das *commodities*. Os dois primeiros artigos do bloco mostram que o aumento do coeficiente de importações entre 2004 e 2007 foi acompanhado por crescimento da produção doméstica, não caracterizando desindustrialização. Como o mercado doméstico avançou rapidamente, o crescimento das importações foi um fator importante para ajustar oferta e demanda e, portanto, moderar acelerações de preços na indústria.

O dois últimos artigos do bloco avaliam o impacto da reversão do preço internacional das *commodities* sobre o resultado comercial brasileiro. Um exercício mostra que o retorno dos preços de todas as *commodities* exportadas e importadas ao patamar médio de 2004, o que ainda não ocorreu, comprometeria pouco mais do que 25% do superávit comercial brasileiro de 2007.

O terceiro bloco reúne quatro estudos que tratam das finanças públicas e da política fiscal: a) A política fiscal não exerce pressão sobre a demanda; b) Expansão do emprego formal pressiona recursos do FAT; c) Nova metodologia do déficit público facilita investimentos públicos e privados; d) Composição da dívida pública é crucial para o financiamento de longo prazo.

O período entre o início de 2007 e meados de 2008 foi marcado por forte aceleração da demanda doméstica e deterioração da balança comercial. O primeiro artigo desse bloco usa o indicador de impulso fiscal para mostrar que a política fiscal contribuiu para moderar o crescimento da demanda global, refutando o argumento de que esta tem sido excessivamente expansionista.

Os outros três artigos tratam da relação entre indicadores fiscais e o nível de investimento público e privado. O segundo investiga as causas do aumento do gasto com seguro-desemprego a partir de 2004 e a conseqüente deterioração do FAT, um dos principais *fundings* para financiamento de projetos de infra-estrutura. A formalização do mercado de trabalho e o crescimento real do salário mínimo foram os principais responsáveis pelo aumento dos desembolsos com o benefício, enquanto a rotatividade teve papel menor. O terceiro artigo do bloco mostra que a mudança na metodologia de apuração dos indicadores fiscais a partir de 2010 tende a aumentar a capacidade de investimento das estatais produtivas e de capitalização das estatais financeiras. Por fim, o último artigo mostra, por meio de comparação internacional, que o perfil da dívida pública tem impacto relevante sobre a disponibilidade de recursos para financiamento de longo prazo ao setor privado.

Finalmente, o quarto bloco reúne quatro estudos que abordam o tema investimento: a) Entendendo o investimento brasileiro direto no exterior; b) Autofinanciamento e BNDES sustentam

o atual ciclo de investimentos no Brasil; c) Como as empresas financiam seus investimentos e a crise financeira internacional; d) A crise financeira internacional e as perspectivas de investimentos no Brasil para 2009–2012.

Nos últimos cinco anos, o Brasil retomou a trajetória de crescimento dos investimentos abortada desde a década de 1980. Como parte desse processo, o investimento direto brasileiro no exterior recuperou o dinamismo perdido na década de 1990. No entanto, ele ainda é caracterizado por baixo número de operações, em sua maioria de fusões e aquisições, e concentração em setores intensivos em recursos naturais. Essas insuficiências poderiam ser superadas pela formulação de políticas públicas adequadas, a exemplo do caso asiático.

A partir de setembro de 2008, o agravamento da crise financeira internacional trouxe a preocupação quanto à capacidade de financiamento de longo prazo das empresas e, portanto, quanto à continuidade do ciclo de investimentos iniciado em 2004. O investimento no Brasil tem sido financiado, em sua maior parte, pelos lucros retidos e pelos créditos do BNDES. As captações externas e o lançamento de debêntures e ações representam apenas um quarto do financiamento do investimento privado. Nesse ponto, a crise em curso representa grande desafio para o BNDES, que deverá atuar de maneira anticíclica na concessão de financiamento às empresas nacionais.

Mesmo que o problema do financiamento do investimento seja equacionado, a crise internacional pode afetar as próprias decisões de investimento. O último artigo do livro mapeia os projetos de investimento entre 2009 e 2012. No âmbito geral, observa-se que, mesmo com a crise, há uma expectativa de crescimento média de 9,6% a.a. nos investimentos, em relação ao período 2004–2007. Isso se deve à existência de um robusto ciclo de inversões em setores que respondem por parcela expressiva da formação bruta de capital fixo da economia, como telecomunicações, energia elétrica e petróleo.

Os autores deste livro são todos membros do corpo funcional do BNDES, atuando na Área de Pesquisa e Acompanha-

mento Econômico (APE). Os trabalhos contaram também com a importante participação direta e indireta de outros técnicos da instituição. Sem o apoio das Áreas Operacionais do Banco, não teria sido possível traçar o diagnóstico das perspectivas do investimento diante das mudanças impostas pela crise financeira internacional. Cabe um agradecimento especial a toda a equipe de Imprensa e Editoração do BNDES, que, desde o início da publicação do *Visão do Desenvolvimento*, tem sido fundamental para o aperfeiçoamento e a divulgação dos estudos realizados.



# Crédito e Mercado Financeiro

---



## Crédito Total do BNDES Cresce 6% a.a., mas Mercado Cresce ainda mais Rápido

André Albuquerque Sant'Anna\*  
Maio de 2008

O desenvolvimento econômico guarda forte relação com o nível de crédito. A maior disponibilidade de empréstimos permite ampliar a demanda efetiva da economia e, conseqüentemente, acelerar o ritmo de crescimento da renda e do emprego. Graças ao acesso ao crédito, as famílias podem aumentar a demanda por bens duráveis ou residências. Financiamentos de longo prazo, por sua vez, permitem que as empresas se lancem em empreendimentos de maior escala, o que realimenta o processo de crescimento econômico.

A experiência internacional mostra que os mecanismos dominantes de financiamento de longo prazo podem variar muito entre países. Nos Estados Unidos e na Inglaterra, esse papel é basicamente cumprido pelo mercado de capitais, colocando ações e títulos das empresas diretamente junto ao público – o chamado financiamento direto. Em outros países, como Alemanha, Japão e Brasil, os bancos têm um papel mais importante nesse processo, por meio do financiamento indireto.

Outra diferença importante entre os países é a forma como os Estados nacionais intervêm na alocação de recursos nos mercados de crédito de longo prazo. Nos países em que o financiamento direto é dominante, essa ação é feita predominantemente por meio de garantias públicas. Nos Estados Unidos, por exemplo, as instituições públicas garantidoras, como Fannie Mae e Freddie Mac, respondem por 50% das hipotecas. Nos mercados em que

---

\* Economista e gerente do Departamento de Acompanhamento Econômico da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (DAE/APE).

o financiamento indireto é mais importante, os Estados agem por meio de bancos públicos ou fundos fiscais. Este é o caso de países como Alemanha, Japão, Cingapura, México e Brasil.

A atuação dos bancos públicos vem sendo, nos últimos anos, objeto de controvérsia. Alguns autores afirmam que essas instituições substituem ou inibem o desenvolvimento do crédito privado. Isso ocorreria em razão de dois fatores que assegurariam ao Estado acesso relativamente mais barato a fontes de recursos. O primeiro é sua capacidade única de tributar a sociedade. O segundo é o fato de o seu risco de crédito ser normalmente mais baixo do que o do setor privado. Desse ponto de vista, a atuação dos bancos públicos inibiria o desenvolvimento do setor financeiro privado e, em consequência, o crescimento econômico.

Em oposição, há uma visão que sustenta a complementaridade entre bancos privados e públicos, em especial aqueles voltados a empréstimos de longo prazo. Nesse caso, o Estado, sobretudo por meio de seus bancos de desenvolvimento, atuaria no financiamento a projetos de investimento, que o setor privado, por motivos de prazo e risco elevados, não se interessaria em financiar em condições compatíveis com os retornos esperados dos projetos.<sup>1</sup>

Neste número do *Visão do Desenvolvimento*, pretende-se analisar a evolução recente do mercado de crédito nacional e do BNDES. Busca-se mostrar que a redução na participação de mercado do BNDES obedeceu a fatores cíclicos associados ao caráter complementar entre sua atuação e a dos bancos privados.

## Mercado de Crédito: Evolução Recente

Nos últimos anos, o crédito bancário ao setor privado, no Brasil, cresceu de forma bastante acentuada. Como se pode observar no Gráfico 1, o seu montante global, a preços de janeiro de

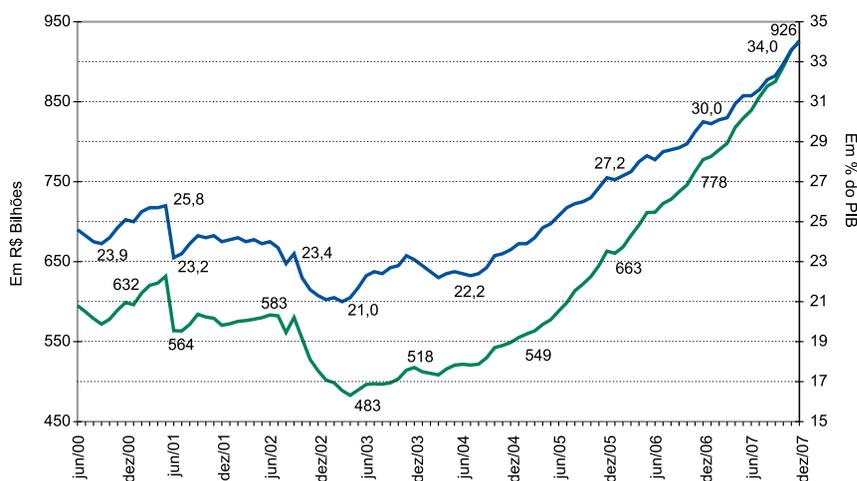
---

<sup>1</sup> Para uma resenha, ver os artigos de Torres, Pinheiro e Novaes no livro *Mercado de capitais e bancos públicos*, organizado por Pinheiro e Oliveira Filho. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

2008, quase dobrou, passando de R\$ 512 bilhões, em janeiro de 2004, para R\$ 925 bilhões, em janeiro de 2008. Isso representa uma taxa de crescimento da ordem de 15% a.a. No mesmo período, o PIB expandiu-se, na média, 4,5% a.a. Com isso, o volume de crédito ao setor privado em relação ao PIB, nesse mesmo período, aumentou de 22,8% para 34,2%, um acréscimo de 50%.

A Tabela 1 apresenta a composição e o crescimento do crédito por principais segmentos. Percebe-se que todos os segmentos apresentaram, ao longo dos últimos quatro anos, taxas médias de crescimento real de dois dígitos, mas com variação entre 11% a.a. e 26% a.a. O maior destaque foram as pessoas físicas. Ademais de responder por 35% do mercado, o segmento registrou a mais elevada taxa de crescimento real, ou seja, 26% a.a., entre janeiro de 2004 e janeiro de 2008. Tal fato deveu-se à rápida disseminação das operações consignadas em folha de pagamento e à ampliação significativa do financiamento a automóveis, acompanhando o

**Gráfico 1**  
**Evolução do Crédito Real ao Setor Privado e da Relação do Crédito ao Setor Privado frente ao PIB\***



Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen).

\* Valores corrigidos pelo IGP-DI.

alongamento dos prazos e a redução dos juros. Os demais segmentos do mercado de crédito, em conjunto, expandiram-se a taxas médias muito inferiores, de cerca de 13% ao ano.

Esse quadro mudou bastante nos últimos 12 meses. Houve uma pequena aceleração do crescimento global do crédito, de 15% a.a. para 18% a.a., acompanhada, porém, por um desempenho mais homogêneo dos diferentes segmentos. O crédito a pessoas físicas desacelerou, apesar de manter-se como o de mais rápido crescimento. Em compensação, houve uma aceleração do crédito à indústria e à habitação, segmentos mais associados ao aumento recente verificado no investimento e na atividade industrial. Em 2007, a formação bruta de capital fixo cresceu 13,4% a.a. e a produção industrial, 6,0%. No caso do crédito habitacional, foram também relevantes algumas melhorias institucionais introduzidas, particularmente alienação fiduciária.<sup>2</sup> Graças a esses fatores, o volume de desembolsos no segmento de crédito direcionado com recursos de poupança (SBPE) atingiu R\$ 17,6 bilhões em 2007, um aumento de 92% em relação a 2006.

**Tabela 1**  
**Taxa de Crescimento Real do Crédito ao Setor Privado, por Atividade Econômica (Jan. 2004 a Jan. 2008)**  
(Em %)

	<b>Composição do Crédito ao Setor Privado em Jan. 2008</b>	<b>Taxa Média de Crescimento Anual (Jan. 2004 a Jan. 2008)</b>	<b>Taxa Média de Crescimento nos Últimos 12 Meses</b>
Pessoas Físicas	35	26	23
Indústria	23	11	20
Outros Serviços	17	14	17
Comércio	10	15	19
Rural	10	11	5
Habitação	5	10	17
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>15</b>	<b>18</b>

*Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.*

<sup>2</sup> A esse respeito, ver *Visão do Desenvolvimento*, n. 18.

## O Desempenho do BNDES em Relação ao Mercado de Crédito

Nos últimos quatro anos, o crédito do BNDES cresceu 6% a.a., enquanto o crédito ao setor privado cresceu 15% a.a. Como resultado, o BNDES perdeu participação relativa. Ao final de 2007, o Banco respondia por 17% do crédito total, 1 ponto percentual a menos que os 18% registrados um ano antes e muito distante dos quase 25% alcançados no seu nível mais elevado, em janeiro de 2003 (Gráfico 2).

Quando se observa essa mesma evolução em relação ao PIB, no entanto, o quadro se mostra bastante diferente. Os créditos do BNDES mantiveram extraordinária estabilidade, entre 2000 e 2008, crescendo em ritmo semelhante ao da economia como um todo. Isso porque a perda de participação no mercado global resulta da rápida recuperação em curso do crédito a pessoas físicas e, em menor escala, a habitação, áreas em que o BNDES não atua.

**Gráfico 2**  
**Participação do BNDES no Crédito Total e no PIB**



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

## Projeção para 2008

Em 2007, os desembolsos do BNDES apresentaram um aumento real de 17,4%. Trata-se do quinto ano de crescimento real consecutivo. Para 2008, a previsão é de que os desembolsos atinjam R\$ 80 bilhões,<sup>3</sup> ou seja, um crescimento real de 18%.<sup>4</sup> Com base nisso, o ativo de crédito da instituição deverá crescer 19%.

Esse cenário mostra que a trajetória de perda na participação de mercado do BNDES verificada nos últimos três anos está perdendo força. Será, no futuro imediato, substituída por uma tendência à estabilização, entre 16% e 18% do mercado, na medida em que os elevados valores contratados nos últimos dois anos impactem os desembolsos. Isso se deve, no curto prazo, ao fato de os contratos de financiamento do BNDES serem baseados em projetos de investimentos. Nesses casos, os desembolsos se estendem, muitas vezes, por mais de dois anos, diferentemente dos créditos bancários comerciais, em que a liberação dos recursos se dá de imediato.

No longo prazo, pesquisa recente do BNDES sobre as “Perspectivas de Investimento, 2008-2011” mostra que a tendência nos próximos anos é de que os investimentos na indústria e na infra-estrutura cresçam 13% ao ano. Nesse cenário, a demanda de crédito pelo BNDES deverá se manter em níveis elevados.

## Conclusões

A expansão do mercado de crédito é uma marca do atual ciclo de crescimento da economia brasileira. Após um período de crise de liquidez, entre 2002 e 2003, o volume de crédito ao setor privado quase dobrou nos últimos quatro anos. Durante a crise de 2002/2003, o BNDES, diferentemente do resto do mercado, manteve estável seu volume de crédito, graças à estabilidade de

---

<sup>3</sup> O desembolso em 2008 superou a projeção realizada neste *Visão*, atingindo R\$ 92 bilhões.

<sup>4</sup> Corrigido por uma inflação esperada de 4,8% ao ano, conforme o *Boletim Focus* do Banco Central do Brasil de 25 de abril de 2008.

seu *funding*. Com isso, exerceu papel importante na manutenção de projetos de inversão e, sobretudo, no apoio às exportações.

Desde a recuperação do mercado de crédito, em 2004, o segmento que mais observou incremento foi o de pessoas físicas, área em que o Banco não atua. Assim, sua participação caiu até os 17% atuais. Apenas mais recentemente, segmentos tradicionalmente apoiados pelo BNDES, como indústria e comércio, passaram a registrar taxas de crescimento mais significativas.

Nesse momento em que as empresas aceleram seus projetos de investimento, o BNDES tende a aumentar sua atuação como principal financiador de longo prazo no país. Esse quadro mostra que o mercado brasileiro continua a atuar de forma segmentada e com grande complementaridade entre a atuação do BNDES e a dos bancos comerciais.



## Entendendo a Crise do *Subprime*

Ernani Teixeira Torres Filho\*

Janeiro de 2008

A crise do *subprime* foi um dos temas que mais se destacaram no cenário econômico internacional de 2007. Ao longo do segundo semestre, os mercados financeiros foram, por duas vezes, surpreendidos por notícias de que as perdas relacionadas com o financiamento de imóveis nos Estados Unidos eram muito elevadas, o que ameaçava a saúde financeira de importantes bancos e fundos de investimento.

Em reação, os investidores se apressaram em desfazer suas posições em créditos hipotecários, chegando a afetar o funcionamento de vários mercados. Alguns fundos de investimento tiveram de suspender os resgates de cotas. Houve uma redução na liquidez dos títulos de curto prazo nos EUA – os chamados *commercial papers*. Na Inglaterra, registrou-se, pela primeira vez em mais de 140 anos, uma corrida contra um dos maiores bancos hipotecários locais – o Northern Rock. Nos mercados interbancários, as taxas de juros começaram a subir, mostrando que os grandes bancos estavam receosos de realizar empréstimos de curto prazo entre si. Nesse estágio, os bancos centrais decidiram intervir, injetando liquidez, para evitar que a crise tomasse proporções sistêmicas.

No início de dezembro de 2007, as perdas dos mais importantes bancos, corretoras e companhias imobiliárias internacionais – como o Citibank, a Merrill Lynch e a Freddie Mac americanos e o UBS suíço – somavam, segundo a Bloomberg, mais de US\$ 70 bilhões. Nesse valor, não estavam computados os prejuízos

---

\* Economista e superintendente da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (APE).

O autor agradece o apoio de Marcelo Nascimento e Gilberto Borça, do BNDES, e de Marcos Cintra e Maryse Farhi, da Unicamp.

decorrentes da desvalorização das ações dessas empresas, o que, em alguns casos, chegou a 40%.

Uma consequência menos dramática da crise foi, como afirmou *The Economist* (29.12.2007), o “enriquecimento do vocabulário dos investidores internacionais”. Até então, poucas pessoas estavam familiarizadas com a existência de créditos *subprime* ou com a “sopa de letras” formada pelas siglas dos novos derivativos de crédito, como os CDO (*collateralised debt obligations*) – títulos garantidos por dívidas – ou as SIV (*structured investment vehicles*) – empresas de investimentos estruturados.

Diante desse cenário, este informe analisa os motivos que levaram os grandes bancos internacionais a serem diretamente afetados pelas perdas imobiliárias norte-americanas em 2007 e as perspectivas de continuidade dessa crise ao longo de 2008.

## O Boom dos Imóveis nos Estados Unidos

Como se pode ver no Gráfico 1, houve de 1997 a 2006 uma forte valorização dos imóveis residenciais americanos. Os aumentos reais atingiram 85%, sendo que, no ano de 2005, no auge do processo, esse percentual chegou a 15%. Foi o maior *boom* imobiliário nos EUA em mais de cinquenta anos.

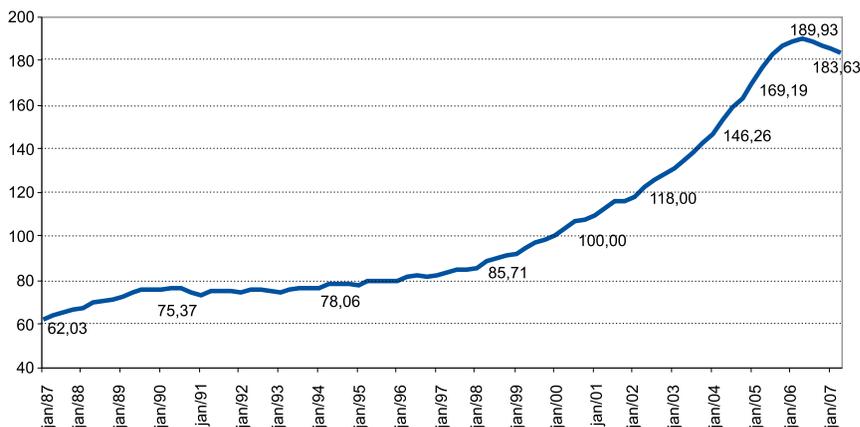
Essa valorização foi, em grande medida, sustentada pela expansão do crédito imobiliário, que, nos EUA, engloba mais de dois terços das residências próprias. O mercado de hipotecas – o mecanismo de financiamento imobiliário mais importante – movimentou entre 2001 e 2006 uma média anual de US\$ 3 trilhões em novas operações, chegando ao máximo de quase US\$ 4 trilhões em 2003.

Entre 2001 e 2006, esse crescimento foi determinado, em boa medida, pela incorporação ao mercado de um contingente expressivo de devedores *subprime*, ou seja, de pessoas físicas de elevado risco de crédito. Eram indivíduos que apresentavam, entre outras características, renda incompatível com as prestações, passado recente de inadimplemento ou falta de documentação adequada. As operações mais arriscadas eram aquelas que envolviam

## Gráfico 1

### Evolução do Índice de Preços dos Imóveis\* nos Estados Unidos de 1987 a 2007

(1º Trimestre de 2000 = 100)



Fonte: S&P, Índice Nacional de Preço de Imóveis Case-Schiller.

os chamados *ninjas*,<sup>1</sup> devedores que não tinham renda, trabalho ou patrimônio.

Como se pode ver na Tabela 1, a participação dos *subprime* no total das novas hipotecas passou de 8,6%, em 2001, para 20,1%, em 2006. Por causa do elevado risco de crédito, a maior parte dessas operações foi feita sem contar com as garantias tradicionalmente oferecidas pelo governo federal americano a empréstimos residenciais para tomadores de baixa renda.

Além de se destinarem a tomadores que não comprovavam capacidade de pagamento adequada, os créditos imobiliários *subprime* apresentavam duas outras características que agravavam seu risco. Eram operações de prazo total longo, normalmente de trinta anos, que envolviam dois regimes de pagamento. Havia um período inicial curto, de dois ou três anos, em que as prestações e as taxas de juros eram fixas e relativamente baixas. Seguia-se outro, de 27 ou 28 anos, em que as prestações e os juros eram mais elevados e reajustados periodicamente com base em taxas de mercado. Eram os chamados empréstimos do tipo 2/28 ou 3/27.

<sup>1</sup> Pela junção das iniciais da expressão em inglês *no income, no job or asset*.

**Tabela 1**  
**Hipotecas Emitidas nos EUA – 2001–2005**  
**(Em US\$ Bilhões)**

Anos	Hipotecas Emitidas (A)	Hipotecas Subprime (B)	(A)/(B) %	Hipotecas Subprime Securitizadas (C)	(C)/(B) %
2001	2.215	190	8,6	95	50,4
2002	2.885	231	8,0	121	52,7
2003	3.945	335	8,5	202	60,5
2004	2.920	540	18,5	401	74,3
2005	3.120	625	20,0	507	81,2
2006	2.980	600	20,1	483	80,5

*Fonte: Inside Mortgage Finance, The 2007 Mortgage Market Statistical Annual, Top Subprime Mortgage Market Players Key Data (2006).*

Os tomadores *subprime* normalmente enfrentavam dificuldades para continuar honrando essas dívidas quando o período em que as prestações estavam baixas e fixas chegava ao final. Até 2006, a saída mais comum era trocar a dívida existente por uma nova hipoteca do tipo 2/28 ou 3/27, só que de valor mais elevado. Isso era possível porque o preço dos imóveis estava subindo. Assim, iniciava-se um novo período de dois ou três anos em que as prestações voltavam a ser fixas e baixas, o que atendia à necessidade dos devedores. Estes, além disso, conseguiam embolsar alguma diferença em dinheiro, mesmo tendo de pagar as elevadas comissões que os agentes financeiros cobravam pela renegociação.

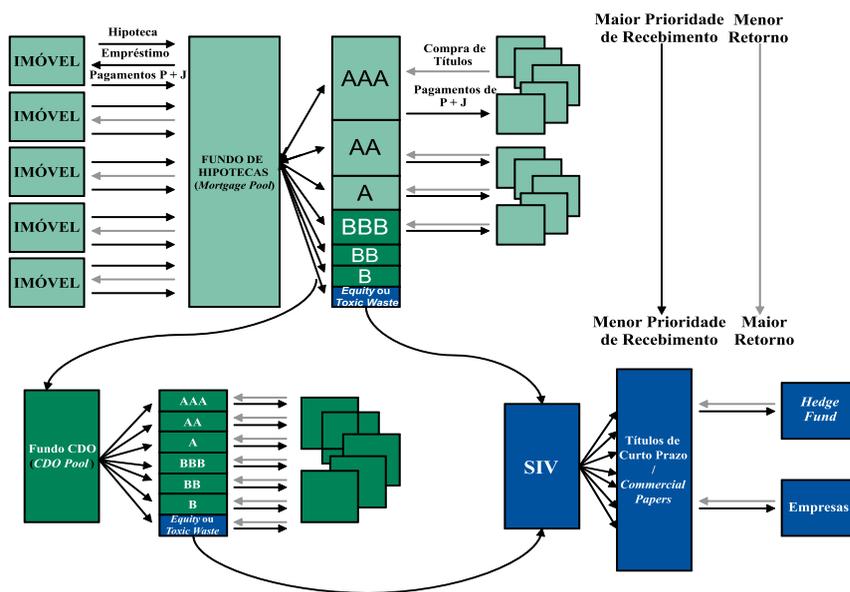
### O Papel dos Bancos nos Empréstimos *Subprime*

O crescimento dos *subprimes* foi financiado, basicamente, pela obtenção de recursos com a venda de títulos no mercado de capitais. Como se pode ver na Tabela 1, o percentual dessas hipotecas que foram securitizadas passou de 50,4%, em 2001, para 80,5%, em 2006. Foi nessa atividade que os grandes bancos e corretoras americanas tiveram um papel decisivo.

O Gráfico 2 mostra, de forma estilizada, os esquemas financeiros montados por essas instituições para repassar esses créditos a terceiros. As figuras em verde-claro resumem a operação original de vendas de títulos, enquanto as figuras em verde-escuro e azul mostram os passos seguintes, em que são utilizados derivativos de crédito, ou seja, em que se emitiam novos títulos de dívida cujos valores derivavam de outros títulos de crédito baseados em *subprimes*.

O processo se iniciava com a transferência de diferentes contratos de hipotecas para um único fundo de investimentos – o *mortgage pool*. Esse fundo, por sua vez, emitia cotas (*tranches*) de classes diferentes. Cada uma tinha uma taxa de retorno que era tanto maior quanto maior fosse o risco que seu cotista estivesse correndo. O tamanho de cada *tranche* e seu risco-retorno eram calculados com base em modelos estatísticos aprovados pelas principais empresas de classificação de risco, como a Standard and Poor's e a Moody's.

**Gráfico 2**  
**Esquema Estilizado de Securitização de Créditos Subprime**



Fonte: Elaboração do autor.

A parcela que assumia as primeiras perdas com atrasos ou inadimplementos era chamada de capital (*equity*), mas também era conhecida como “lixo tóxico” (*toxic waste*), pela dificuldade de ser descartada. Os detentores dessas cotas recebiam, em troca, a taxa de remuneração mais elevada e serviam, assim, como amortecedores de risco para os demais investidores. Caso os prejuízos viessem a ser superiores ao montante aportado como *equity*, o excedente passava a ser automaticamente de responsabilidade dos investidores da classe de risco seguinte, no caso a “B”, e assim sucessivamente.

Na posição final, estava a *tranche* do tipo AAA. Seus detentores só teriam perdas caso todos os demais cotistas tivessem sofrido perdas integrais. Trata-se, portanto, de uma classe de investimento extremamente segura, mas que, por isso mesmo, proporcionava um ganho pequeno frente ao que era pago aos demais investidores.

Os bancos, para fins de colocação junto ao mercado, dividiam essas cotas em três grupos. As de menor risco – ou seja, as classificadas como AAA, AA e A – eram vendidas diretamente aos investidores. As cotas de risco médio – B, BB e BBB – e as de risco extremo – o capital – eram submetidas a uma nova transformação financeira, através do uso de derivativos, que melhoravam a classificação de risco desses créditos.

O caso das *tranches* de risco médio está retratado no Gráfico 2 pelos retângulos de cor verde-escura. Essas cotas eram transferidas a um Fundo CDO, junto com outros títulos de dívida, derivativos e até outros investimentos imobiliários. Um CDO de hipotecas residenciais podia, assim, ser composto de direitos sobre milhares de contratos, agrupados de diferentes formas por meio dos mais diversos instrumentos. Com isso, esperava-se produzir a máxima diluição do risco de cada hipoteca individualmente e, assim, obter uma carteira que, por sua distribuição estatística, alcançasse um nível melhor de risco do que o dos títulos que lhe deram origem.

O CDO, com base nesses ativos, emitia novas séries de títulos com características de risco e retorno escalonadas, a exem-

plo do fundo de hipotecas. Através desse expediente, os bancos conseguiam que 75% das dívidas colocadas no CDO dessem lugar a novos títulos classificados pelas empresas especializadas em níveis superiores aos *ratings* dos ativos que constituíram o fundo. Assim, por exemplo, cada US\$ 100 em cotas já existentes de risco BBB, que eram incluídas na carteira de um CDO, davam lugar a US\$ 75 em títulos novos de classificação superior, ou seja, AAA, AA e A. Dessa forma, os bancos podiam obter recursos mais baratos para financiar essa parte menos nobre dos *subprime*. De acordo com o *Wall Street Journal* (28.12.2007), no primeiro semestre de 2007, houve o lançamento de US\$ 68 bilhões em novos CDO, lastreados em hipotecas de qualidade igual ou inferior a BBB. Esse valor foi o dobro do alcançado em igual período do ano anterior.

Resolvido o custo de captação dos créditos classificáveis pelas agências, restava ainda o que fazer com a *tranche* de pior risco – o capital. Essas cotas eram um resíduo necessariamente produzido em cada uma das etapas do processo de transformação financeira. Da mesma forma que nas demais *tranches*, era preciso obter uma forma barata de financiamento dessas dívidas, que não compromettesse o balanço dos bancos e das corretoras originadoras dos fundos imobiliários.

A saída encontrada foi montar empresas específicas – as SIV – cujo único propósito era emitir títulos de curto prazo – *commercial papers* – usados, nos EUA, para remunerar aplicações de caixa de empresas. A maior dificuldade nesse tipo de estruturação era que os *commercial papers* têm uma duração curta, três ou seis meses, enquanto os créditos que as SIV mantinham em carteira eram de até trinta anos. Esse descompasso tornava necessário que as SIV mantivessem programas permanentes de colocação e resgate de seus títulos. A atratividade principal dessa estruturação era combinar a rentabilidade elevada das cotas de tipo capital com as taxas baixas de juros dos *commercial papers*. Para garantir aos investidores que as SIV eram robustas, os bancos fundadores dessas empresas estendiam linhas de crédito que permitiam às SIV enfrentar dificuldades circunstanciais de liquidez.

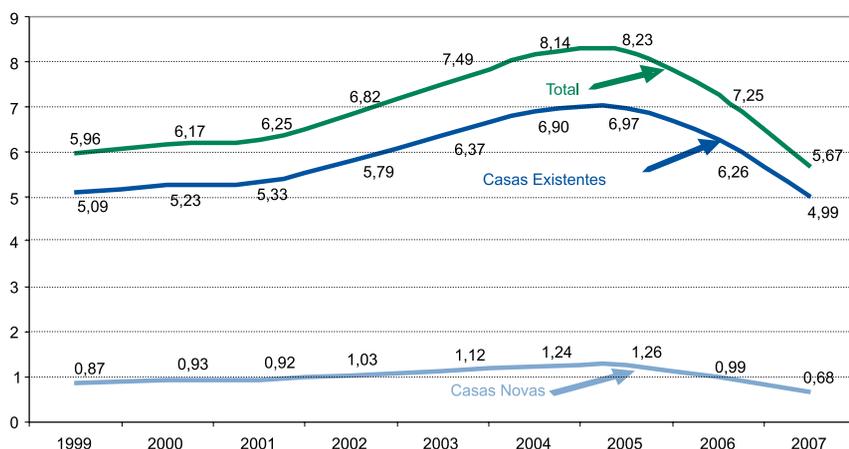
## A Crise do *Subprime*

As raízes da crise do *subprime* podem ser encontradas na desaceleração do mercado imobiliário americano. Como se pode ver no Gráfico 3, depois de alcançar vendas de mais de 8,2 milhões de imóveis residenciais em 2005, o mercado iniciou uma trajetória de queda. As vendas nos 12 meses que antecederam setembro de 2007 atingiram 5,7 milhões, ou seja, houve uma queda global de 30%, mas que, no caso dos imóveis novos, foi de quase 50%.

Acompanhando essa queda na demanda, os preços das residências começaram a ceder no fim de 2006. Com isso, ficou mais difícil renegociar as hipotecas *subprime*, o que levou a uma onda de inadimplimentos. De acordo com o *Le Monde Diplomatique* de setembro de 2007, 14% dos tomadores de empréstimo *subprime* entraram em inadimplência no primeiro trimestre de 2007.

O acúmulo de prestações em atraso comprometeu não só as receitas esperadas das cotas *equity* que pertenciam às SIV, mas

**Gráfico 3**  
**Evolução das Vendas de Imóveis nos EUA – 1999–2007\***  
(Em Milhões de Residências)



Fonte: Bloomberg.

\* Referentes aos 12 meses acumulados até o final de setembro de 2007.

também das *tranches* de menor risco que formavam os CDO. Diante da falta de informações claras sobre o tamanho e a responsabilidade sobre as perdas em curso, os investidores correram para resgatar suas aplicações em fundos imobiliários e pararam de renovar suas aplicações em *commercial papers* das SIV. Isso deixou os grandes bancos americanos e europeus expostos ao risco imobiliário, uma vez que as SIV passaram a fazer uso das linhas de crédito que mantinham com essas instituições, o que, na prática, representava a transferência para essas instituições de parte dos prejuízos. Alguns fundos de *hedge*, administrados por grandes bancos, suspenderam os resgates de seus cotistas.

Nesse momento, os bancos viram seus custos de captação subirem, inclusive nos mercados interbancários. Isso foi o sinal para que os bancos centrais interviessem, oferecendo liquidez a taxas mais baixas, mesmo a instituições com carteiras de crédito problemáticas.

No início de dezembro, as agências classificadoras internacionais reduziram o *rating* das SIV. A Standard and Poor's admitiu publicamente que não via mais futuro nesse tipo de veículo financeiro e que, pela primeira vez em vinte anos, estava assistindo a inadimplementos de *commercial papers* que haviam obtido boa classificação de risco.

Para evitar maiores perdas e manter clientes, os grandes bancos e corretoras americanas passaram a se responsabilizar pelas dívidas de seus veículos, explicitando prejuízos. Em meados de dezembro, o Citigroup, o maior banco americano, informou que estava assumindo as obrigações das SIV que havia criado, em um total de US\$ 49 bilhões em ativos de péssima qualidade.

## Conclusões

A crise do *subprime* ainda está longe de seu fim. Existe um estoque elevado desse tipo de empréstimo imobiliário que ainda irá enfrentar aumentos de prestações ao longo dos próximos dois anos. Isso significa dizer que as perdas dos bancos, corretoras e companhias imobiliárias, particularmente nos EUA, devem subir ainda mais.

Até o início de dezembro de 2007, as cifras oficiais de perdas reunidas pela Bloomberg somavam mais de US\$ 70 bilhões. As estimativas, de instituições como o Deutsche Bank, é de que esse total venha a superar os US\$ 300 bilhões. Trata-se de uma soma elevada, mas que, por si só, não parece ser suficiente para provocar uma crise financeira de proporções sistêmicas. De acordo com o Fundo Monetário Internacional (Global Financial Stability de setembro de 2007), “os principais grupos de bancos comerciais e de investimento (envolvidos com a crise do *subprime*) estão suficientemente capitalizados, diversificados e lucrativos para absorver perdas diretas”.

Entre os fatores indiretos que podem ampliar os efeitos da crise, estão os seguintes: a possibilidade de contaminação de outros segmentos do mercado de crédito ao consumidor americano; a perspectiva de os bancos adotarem posturas mais conservadoras em seus novos empréstimos; e os impactos negativos sobre o emprego e a renda, decorrentes da desaceleração da construção civil. Em compensação, não se deve desprezar a capacidade de resposta dos governos e dos bancos centrais – particularmente o americano – em tomar medidas para compensar os efeitos da crise, tanto sobre os mercados financeiros quanto sobre a demanda global.

Uma das consequências mais claras da crise do *subprime* é o aumento da incerteza, o que se espelha em maior dispersão nas projeções sobre o desempenho da economia americana em 2008. A Goldman Sachs, por exemplo, já admite um cenário de dois trimestres de crescimento negativo, de -1% a.a., e uma taxa de 0,8% para o ano como um todo. Já a OCDE, em seu *Economic Outlook* de dezembro de 2007, prevê um crescimento da economia americana para 2008 em torno de 2%. Assim, a despeito do susto inicial, as estimativas do impacto da crise sobre o nível de atividade da economia americana apontam para uma desaceleração de curta duração.

No Brasil, a crise do *subprime* também provocou uma ampliação no diferencial entre as projeções de crescimento para 2008, que passaram a variar de menos de 3% a mais de

6%.<sup>2</sup> Entretanto, segundo o boletim *Focus* do Banco Central de 11.1.2008, o mercado financeiro espera, em média, que a economia cresça 4,5% ao ano em 2008, um percentual que, tendo em vista o desempenho nos últimos trimestres, representaria certa desaceleração no crescimento do nível de atividade ao longo do ano. Mesmo assim, o impacto direto do *subprime* não parece ser muito relevante.

No caso do BNDES, nossas projeções apontam para um quadro de maior estabilidade do processo de crescimento em curso, sustentado por uma trajetória robusta de investimentos. Nossa taxa de crescimento esperada para o PIB em 2008 é de 5,5%.

---

<sup>2</sup> Ver Fraga, A. em *Valor Econômico* (18.12.2007), e Lengruber, A., em *Folha de S. Paulo* (15.12.2007).



# A Crise do *Subprime* ainda não Acabou

Ernani Teixeira Torres Filho  
Gilberto Rodrigues Borça Junior\*

Julho de 2008

A crise financeira internacional está completando um ano. A data exata de seu início está, no entanto, sujeita a controvérsia. Muitas vezes, está associada à decisão inesperada do maior banco francês, o BNP-Paribas, de suspender, em 9 de agosto de 2007, os resgates de três grandes fundos imobiliários sob sua administração. Essa atitude gerou a primeira onda de pânico nos mercados financeiros, forçando os Bancos Centrais a intervir para evitar uma crise de proporções sistêmicas.

Entretanto, outros eventos ocorridos poucos meses antes, apesar de terem causado menor impacto global, podem também ser considerados como marco inicial da crise. É o caso, em particular, da falência, em abril de 2007, da New Century Financial Corporation – o segundo maior credor de hipotecas do tipo *subprime* dos Estados Unidos.

Independentemente da data inicial, o importante é observar que a crise, desde então, atravessou momentos distintos. O melhor modo de marcá-los é acompanhar a evolução do comportamento do FED – o Banco Central americano – diante dos acontecimentos. Em maio de 2007, aos primeiros sinais de turbulência, Ben Bernanke, presidente da instituição, afirmava:

(...) o efeito dos problemas no segmento *subprime* sobre o mercado imobiliário como um todo será, provavelmente, limitado e não esperamos conseqüências significativas (...) para o resto da economia ou do sistema financeiro.

---

\* Economistas e, respectivamente, superintendente da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (APE) e gerente do Departamento de Acompanhamento Econômico da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (DAE/APE).

Assim, na sua visão inicial, seria bastante limitado o impacto da crise do *subprime* no mercado financeiro e na economia norte-americana como um todo.

Entretanto, quatro meses depois, Bernanke já demonstrava apreensão. Em agosto, alertava:

(...) vários eventos que se seguiram à crise do *subprime* levaram os investidores a acreditar que o risco de crédito poderia ser maior e mais difundido do que se pensava anteriormente (...). A liquidez foi reduzida significativamente e as taxas de risco (*spreads*) aumentaram (...).

A crise atingiu seu auge em março de 2008, com a quebra do quinto maior banco de investimento americano, o Bear Stearns. Nessa oportunidade, não só o diagnóstico, mas principalmente a atitude do FED sofreu uma profunda modificação. Surpreendentemente, o Banco Central americano, em uma mudança de atitude gestada durante um fim de semana, assumiu US\$ 30 bilhões de créditos do Bear Stearns, evitando sua falência e facilitando sua aquisição pelo JP Morgan Chase. Esse fato representou uma alteração dramática no marco regulatório do sistema financeiro norte-americano. O Bear Stearns, por se tratar de um banco de investimento – e não de um banco comercial –, não estava formalmente sob a jurisdição do FED, mas mesmo assim foi objeto da intervenção.

Essa atitude, aliada à decisão de garantir as condições de liquidez de todo o mercado financeiro americano, afastou as expectativas mais pessimistas sobre o andamento da crise. Tal fato foi, posteriormente, reforçado pelo crescimento revisado do PIB de 0,9% da economia americana no primeiro trimestre de 2008.<sup>1</sup> Diante disso, o secretário do Tesouro, Henry Paulson, e importantes colunistas internacionais – como Paul Krugman (*The New York Times*) e Anatole Kaletsky (*The Times*) – sentiram-se confortáveis para anunciar, ao longo do mês de maio de 2008, que o pior da crise financeira já havia passado. No entanto, no início de junho,

---

<sup>1</sup> Os dados preliminares indicavam um crescimento de 0,6% no primeiro trimestre de 2008.

esse otimismo foi abalado pelos rumores de que outro grande banco de investimento americano – dessa vez, o Lehman Brothers – enfrentava dificuldades.

Diante desse cenário, *Visão do Desenvolvimento* volta a abordar a crise financeira internacional. Neste número, nosso objetivo é mostrar que, além do aumento dos créditos “podres” do *subprime*, há dois outros fatores alimentando a crise financeira: a queda nos preços de diferentes tipos de ativos e a baixa liquidez no mercado interbancário norte-americano.

### A Evolução Recente dos Prejuízos com o *Subprime*

Em janeiro de 2008, publicamos um texto intitulado “Entendendo a Crise do *Subprime*” sobre os motivos que levaram ao “estouro” da bolha no mercado imobiliário americano (*Visão do Desenvolvimento*, n. 44). Como esses elementos ainda são atuais, iremos, neste item, nos ater apenas aos dados mais recentes da crise.

Até o fim de maio de 2008, os prejuízos trazidos a público pelas instituições financeiras, decorrentes da crise do *subprime*, alcançavam, de acordo com dados da Bloomberg, aproximadamente, US\$ 380 bilhões. Apesar de afetar inúmeras instituições, as perdas estavam concentradas em grandes bancos internacionais. Basta observar que três das instituições mais afetadas – Citibank, UBS e Merrill Lynch – respondiam por mais de US\$ 100 bilhões das perdas declaradas, ou seja, mais de 30% do montante até aqui anunciado.

Esses prejuízos foram, em alguma medida, compensados pelo aporte de capital feito por importantes investidores institucionais, entre os quais estão os fundos soberanos. De fato, as desvalorizações das ações desses bancos – no caso do Citibank, essa perda chega a mais de 60% relativamente às cotações de julho de 2007 – tornaram esses aportes mais atrativos.

A expectativa é de que esses valores continuem aumentando nos próximos meses. As projeções mais realistas mostram que os prejuízos podem atingir US\$ 600 bilhões. Surpreendentemente, o Fundo Monetário Internacional (FMI), usualmente um organismo

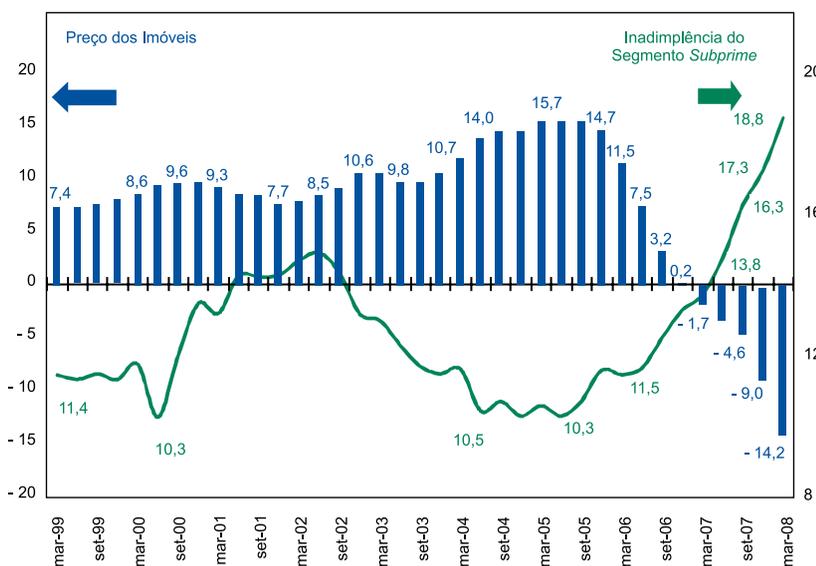
de opiniões conservadoras, foi autor de uma das estimativas mais pessimistas até agora registradas: perdas de até US\$ 1 trilhão.

## A Queda dos Preços dos Ativos

Uma característica importante dos prejuízos das instituições financeiras, até agora revelados, é que apenas uma parte pequena, estimada em 10%, refere-se a créditos insolventes. O restante estaria associado à desvalorização de índices financeiros que são usados para calcular o valor de mercado dos ativos dessas instituições.

Parte das perdas está relacionada ao atual momento do próprio mercado imobiliário norte-americano. O Gráfico 1 mostra a evolução dos preços dos imóveis em vinte regiões metropolitanas dos EUA – mensurada pelo índice Case Shiller. Pode-se ver que, em março de 2008, a desvalorização acumulada em 12 meses

**Gráfico 1**  
**Variação dos Preços dos Imóveis Residenciais e da Taxa de Inadimplência do Segmento Subprime**



Fonte: Elaboração própria, com base em dados da Bloomberg.

dos imóveis residenciais americanos chegou a 14,1%. Esse processo ainda está longe de terminar. O aumento contínuo da taxa de inadimplência é um sinal importante de que essa tendência ainda deve perdurar.

A desvalorização de ativos não se limitou apenas ao mercado imobiliário, mas também vem se estendendo ao mercado de crédito e às bolsas de valores. Esse fenômeno pode ser percebido pelo movimento das taxas de captação de instituições financeiras que contam com garantias implícitas do governo federal americano – no caso, Fannie Mae e Freddie Mac. Ambas operam há décadas, oferecendo créditos e garantias imobiliárias a famílias de classes média e baixa nos EUA. Atualmente, administram carteiras que envolvem cerca de US\$ 4 trilhões.

Como se pode ver no Gráfico 2, essas instituições, tradicionalmente, captavam recursos, pagando, em média, 0,075% a.a. a mais que as taxas pagas pelo Tesouro americano. Contudo, desde o início da crise, esse custo subiu muito, chegando a atingir 0,88% a.a. – ou seja, quase 12 vezes mais. Embora tanto a Fannie Mae quanto a Freddie Mac estejam envolvidas com o segmento imobiliário, o risco dessas instituições não mudou por causa da crise, uma vez que suas obrigações continuam a ser, em última instância, garantidas pelo governo dos Estados Unidos.

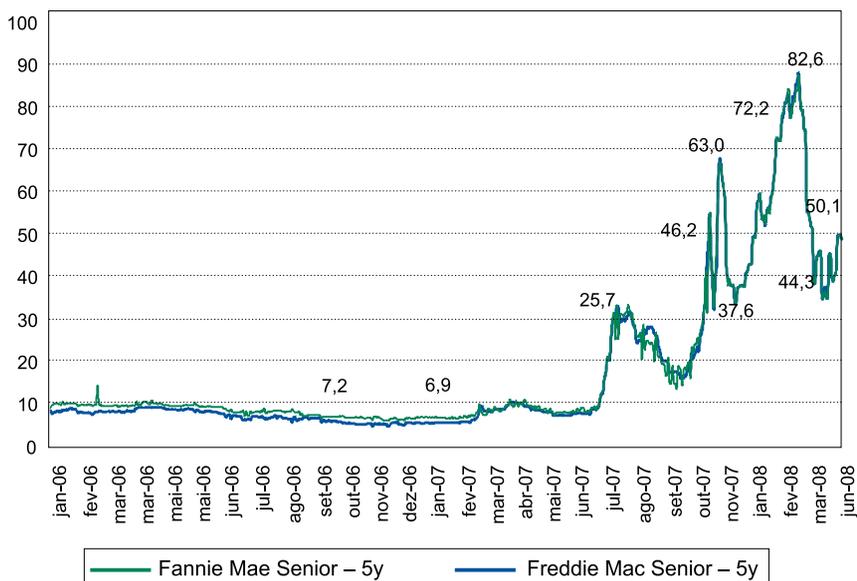
O aumento do custo de captação dessas instituições teve como contrapartida a redução do valor de mercado de seus títulos. Em consequência, financiadores da Fannie Mae e Freddie Mac foram obrigados a registrar prejuízos elevados nessas aplicações, apesar de esses ativos continuarem a ser de muito boa qualidade. Pelo mesmo motivo, as ações dessas empresas despencaram. No caso da Fannie Mae, passaram de cerca de US\$ 70,00/ação, em julho de 2007, para menos de US 30,00/ação, no início de junho de 2008.

## O Problema de Liquidez dos Bancos

Se não há aumento do risco da Fannie Mae e da Freddie Mac, por que suas taxas de captação subiram tanto? A resposta

**Gráfico 2**

**Evolução do Spread sobre os Títulos de 5 Anos do Tesouro Americano dos Créditos Garantidos pelo Freddie Mac e Fannie Mae (Em Pontos Básicos)**



*Fonte: Elaboração própria, com base em dados da Bloomberg.*

a essa pergunta aponta para o último fator determinante da crise em curso: o problema de liquidez dos bancos. Como os créditos dessas financiadoras imobiliárias podem ser facilmente vendidos, muitos bancos e fundos que precisavam de dinheiro se desfizeram dessas posições. Com isso, o preço de mercado desses papéis se reduziu e, conseqüentemente, as taxas de juros se elevaram.

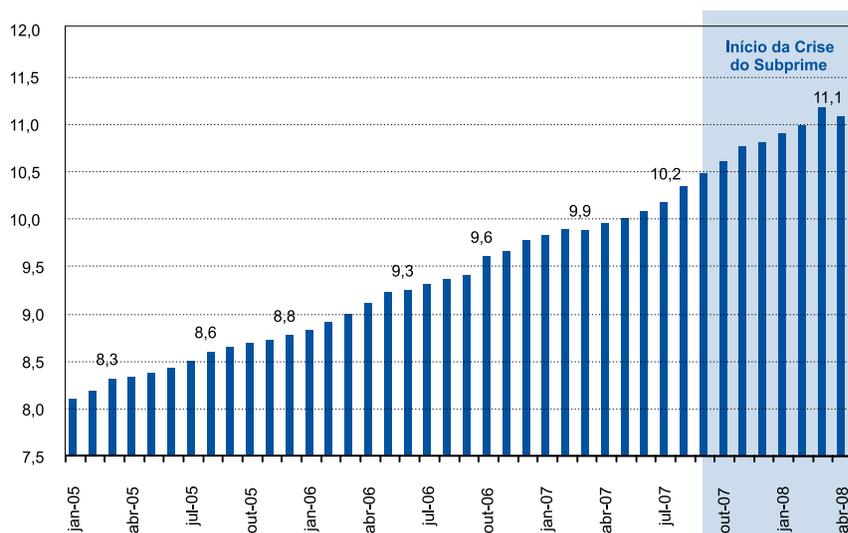
Para entender melhor esse aspecto da crise, é interessante observar o que está ocorrendo com os ativos dos bancos americanos e do FED. Como se pode ver no Gráfico 3, o volume total de créditos dos bancos comerciais norte-americanos, entre agosto de 2007 e maio de 2008, passou de US\$ 10,3 trilhões para US\$ 11,1 trilhões, ou seja, um aumento de quase 10%.

Esse dado parece, à primeira vista, paradoxal. Como foi dito anteriormente, os bancos estão registrando prejuízos cada vez maiores e, por isso, vêm recorrendo a novos aportes de capital. Em conseqüência, a realidade do crédito bancário americano é

hoje muito mais restritiva: há exigências maiores de cadastro e de garantias. Ao mesmo tempo, importantes financiadores dos bancos no curto prazo – como os *money market funds* – reduziram suas aplicações nessas instituições. Se os bancos americanos estão com problemas de capital e de liquidez – e, por isso, foram objeto de vultosas injeções de recursos por parte do FED –, como se pode explicar o aumento de suas operações de crédito?

Uma parte desse fenômeno deve-se a decisões tomadas anteriormente à crise. Como foi explicado no *Visão do Desenvolvimento*, n. 44, os bancos haviam transferido a fundos e empresas de propósito específico parte dos créditos imobiliários que haviam originado. Tais operações visavam reduzir as exigências mínimas de capital a que as instituições bancárias estão sujeitas e, simultaneamente, diminuir o custo de sua captação. Com a crise, os bancos foram obrigados a assumir uma parte dos créditos que haviam sido securitizados, aumentando seus ativos.

**Gráfico 3**  
**Evolução dos Ativos dos Bancos Comerciais Americanos**  
**(Dados Mensais até Abril de 2008 – US\$ Trilhões)**



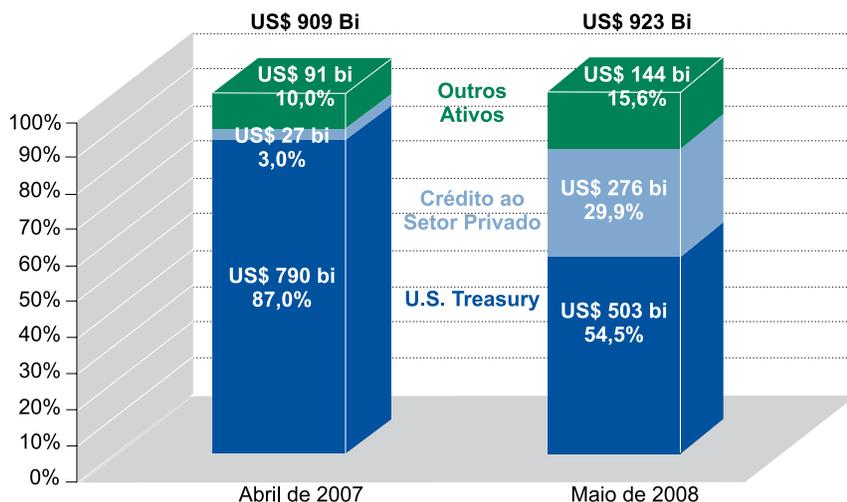
Fonte: Elaboração própria, com base em dados do FED.

Além disso, várias dessas instituições já haviam se comprometido com novos financiamentos, que esperavam colocar, posteriormente, junto ao mercado de capitais. Com a crise, os investidores desapareceram, fazendo com que os bancos tivessem de manter tais créditos em carteira.

As dificuldades daí decorrentes levaram às crescentes intervenções dos Bancos Centrais nos mercados, tanto nos EUA como na Europa. Entretanto, diferentemente do que prescrevem os livros-texto de economia, os bancos centrais não atuaram comprando títulos públicos de bancos comerciais para ampliar, via multiplicador bancário, a liquidez da economia.

Como mostra o Gráfico 4, o ativo total do FED manteve-se praticamente estável ao longo da crise, passando de US\$ 909 bilhões, em abril de 2007, para US\$ 923 bilhões, em maio de 2008. Houve, no entanto, uma notável mudança em sua composição. Nesse mesmo período, a participação dos títulos do Tesouro Americano (U.S. Treasury) reduziu-se de 87% para 54,5%, enquanto a participação

**Gráfico 4**  
**Composição dos Ativos Totais do FED**  
(Em US\$ Bilhões)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do FED.

dos créditos ao setor privado, formado inclusive por hipotecas de trinta anos, aumentou de 3% para cerca de 30%.

Assim, o que o FED fez foi aumentar a liquidez dos ativos dos bancos americanos, trocando hipotecas de longo prazo por títulos públicos, permitindo, assim, que essas instituições compensassem parte dos recursos que foram sacados pelos fundos de investimento. O problema é que essa troca de ativos, por ser um mecanismo de liquidez, tem, formalmente, a duração de 28 dias. Ao final desse período, o FED pode, unilateralmente, decidir desfazê-la. Mesmo com a garantia da autoridade monetária americana de que manterá essas renovações enquanto perdurar a crise, os investidores – em particular, os *money market funds* – ainda estão relutantes em voltar a aplicar seus recursos nos bancos por prazos superiores a um mês.

## Conclusões e Perspectivas

Apesar do otimismo de membros do governo americano e de importantes colonistas especializados, a crise do *subprime* continua em marcha. Seu estopim foi o aparecimento dos créditos “podres” do mercado imobiliário americano, que estavam, até então, “escondidos” em mecanismos complexos e pouco transparentes de securitização de créditos – como os fundos do tipo CDO (*collateral debt obligation*) e as empresas de propósito específico (SIV – *structured investment vehicles*). Esse fenômeno foi, em boa medida, uma consequência esperada do processo de aumento das taxas de juros nos Estados Unidos. Como se pôde observar nos pronunciamentos do presidente do FED, a surpresa das autoridades americanas foi a gravidade do problema, já que consideravam o *subprime* um fenômeno localizado, de pequena dimensão e, por conseguinte, que teria curta duração.

Nesse sentido, a gestão da crise financeira americana lembra o estouro da bolha imobiliária japonesa de 1989. A exemplo dos EUA, o Banco Central japonês aumentou as taxas de juros para reduzir o processo especulativo que alimentava o preço das residências e, do mesmo modo que o FED, foi surpreendido pela

gravidade da crise que se seguiu. No exemplo japonês, todos os grandes bancos nacionais chegaram a estar tecnicamente falidos e há quase duas décadas a economia local cresce muito pouco.

A despeito dessas semelhanças, não há sinais de que o problema econômico americano venha a adquirir dimensões “japonesas”. Até o momento, o pragmatismo das autoridades dos EUA e da Europa impediu que a crise em curso comprometesse seriamente o funcionamento tanto da economia americana quanto da internacional. Mesmo assim, pode ser um pouco cedo para afirmar que “o pior já passou”.

Se o problema dos créditos *subprime* parece já não ser o ponto central do processo, ainda estão em operação dois outros determinantes importantes: a deflação dos ativos e a baixa liquidez dos bancos. Esses fenômenos geram graves limitações ao funcionamento dos mercados de crédito. Enquanto não for possível ter segurança sobre o valor das residências, ações e títulos privados, os investidores tenderão a se manter retraídos. Do mesmo modo, enquanto o problema da “liquidez de médio prazo” dos bancos – superior a 28 dias – não estiver definitivamente sanado, a tensão continuará a bloquear o crédito.

De qualquer modo, já há, pelo menos, duas lições importantes da crise. A primeira é que o arcabouço regulatório em uso e em discussão – Basileia I e II – precisa ser repensado, particularmente no que diz respeito à capacidade de auto-regulação do mercado. A segunda é que, para países como o Brasil, cujas economias estão em processo de aceleração do crescimento, a crise mostra que são elevados os riscos de voltar a depender em demasia de fundos externos para financiar os projetos de investimentos em curso.

# Aprofundamento da Crise Financeira Internacional Lança Economia Mundial em Recessão

Gilberto Rodrigues Borça Junior\*  
Dezembro de 2008

A atual crise financeira internacional, iniciada em agosto de 2007 no segmento *subprime* nos Estados Unidos (EUA), agravou-se, sensivelmente, a partir de meados de setembro de 2008. O evento catalisador desse processo foi a falência do quarto maior banco de investimento norte-americano – o Lehman Brothers. Nessa oportunidade, o governo americano comportou-se de maneira diferente do que fizera anteriormente, quando da quebra do Bear Stearns<sup>1</sup> em março de 2008. Surpreendentemente, não arquitetou uma operação de salvamento, deixando o Lehman Brothers entrar em concordata.

As conseqüências dessa opção mostraram-se gravíssimas. Houve uma profunda deterioração nas expectativas dos investidores em escala global, chegando mesmo, em certo sentido, a instaurar momentos de pânico generalizado nos mercados. Bancos e empresas, mesmo aqueles que possuíam, até então, condições saudáveis do ponto de vista financeiro, passaram a ter dificuldades na obtenção de novos recursos e linhas de crédito de curto prazo. Cresceram, também, as preocupações e desconfianças com relação à solvência do sistema bancário norte-americano e seus impactos recessivos sobre o lado real da economia. Portanto, a quebra do Lehman Brothers é, efetivamente, o ponto marcante de agravamento da crise financeira.

---

\* Economista e gerente do Departamento de Acompanhamento Econômico da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (DAE/APE).

<sup>1</sup> O FED estendeu, em março de 2008, uma linha de crédito de cerca de US\$ 30 bilhões ao JP Morgan Chase para a operação de compra do Bear Stearns.

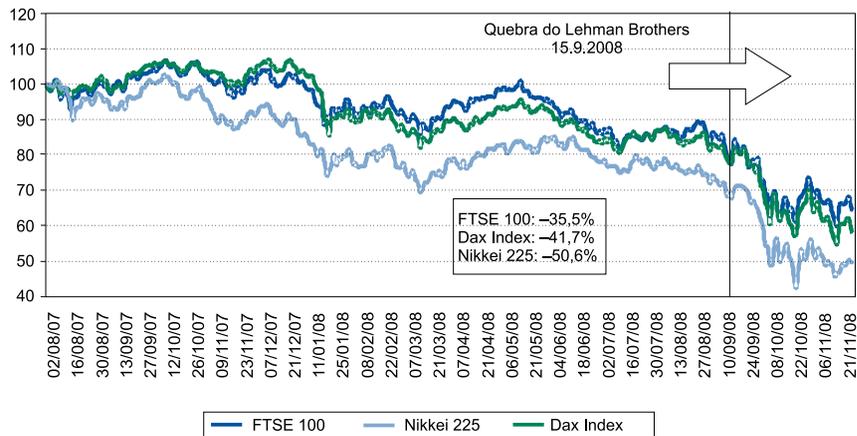
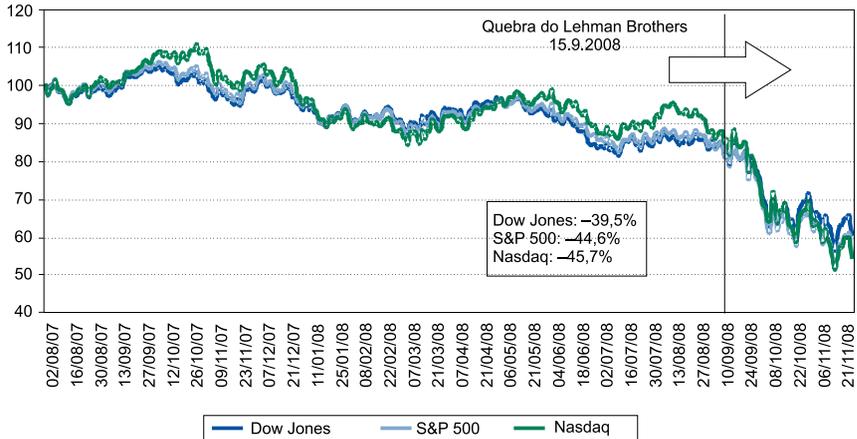
O impacto da falência do Lehman Brothers levou o governo americano a retomar as intervenções nos mercados privados. Em conjunto com as principais economias européias, o Federal Reserve (FED) – banco central americano – e o Tesouro dos EUA realizaram injeções maciças de liquidez e aportes de capital no sistema financeiro. Essas medidas, apesar de envolverem um amplo volume de recursos, não foram capazes de restaurar, de imediato, as condições normais de operação dos mercados de crédito e de capitais, especialmente no que tange ao funcionamento dos mercados interbancários. Nesse sentido, o objetivo deste trabalho, dando continuidade às análises realizadas nas edições 44 e 50 do *Visão do Desenvolvimento*, é fornecer um panorama dos últimos acontecimentos mais relevantes relativos à crise financeira internacional em curso.

### Aumento da Incerteza e seus Reflexos nos Mercados Acionários

A quebra do Lehman Brothers, conforme já salientado, agravou profundamente a atual crise financeira internacional. A deterioração das expectativas foi tamanha, que os mais importantes mercados acionários de todo o mundo apresentaram, após esse episódio, amplas oscilações em suas cotações. O Gráfico 1 mostra claramente esse processo, com a evolução dos principais índices das bolsas de valores dos EUA, Europa e Japão desde agosto de 2007, estopim da atual crise financeira.

Os índices norte-americanos Dow Jones, S&P 500 e Nasdaq apresentaram, até o fim de novembro, quedas próximas ou superiores a 40%. Nas bolsas européias, o cenário não é muito diferente. Tanto o Dax Index, de Frankfurt, quanto o FTSE 100, de Londres, já incorreram em perdas superiores a 35%. No entanto, o caso mais dramático é o do índice japonês Nikkei 225 da bolsa de valores de Tóquio, que já se desvalorizou mais de 50% desde o início da crise financeira. Os prejuízos estimados chegam a valores alarmantes. De acordo com os cálculos realizados pela Bloomberg, as empresas de capital aberto, em escala mundial, já registraram

**Gráfico 1**  
**Principais Bolsas de Valores do Mundo desde o Início da Crise**



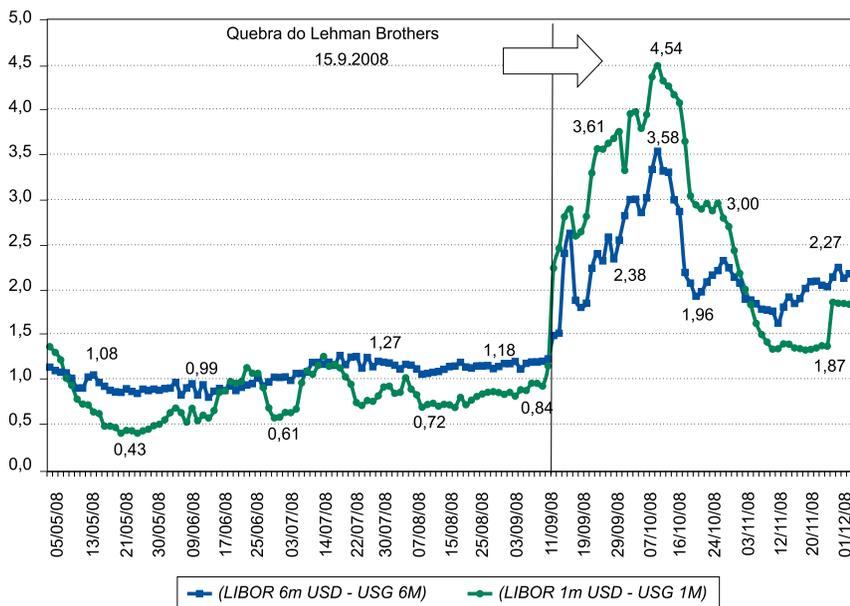
Fonte: Elaboração própria, com base em dados da Bloomberg.

perdas equivalentes a mais de US\$ 32 trilhões em valor de mercado entre o fim de 2007 e meados de novembro de 2008.

### Os Efeitos nos Mercados Interbancários

Os impactos da opção do governo americano de permitir a falência do Lehman Brothers também podem ser percebidos nos

**Gráfico 2**  
**Evolução das Taxas Interbancárias vis-à-vis a Remuneração dos**  
**Títulos Públicos de Prazos Semelhantes**  
**(Em % a.a.)**



Fonte: Elaboração própria, com base em dados da Bloomberg.

mercados interbancários. O Gráfico 2 mostra o comportamento do diferencial (*spread*) entre: i) as taxas de juros Libor do mercado interbancário londrino dos depósitos em dólares para empréstimos com prazos de um mês (Libor 1M USD) e seis meses (Libor 6M USD); e ii) os títulos públicos do governo norte-americano de maturidade semelhante (USG 1M) e (USG 6M).

A Libor é a taxa mais utilizada internacionalmente como *benchmark* de curto prazo nos mercados interbancários, onde os bancos realizam empréstimos entre si por prazos que variam de um dia (*overnight*) até 12 meses sem a exigência de garantias. Em última instância, é um indicador da percepção de risco existente no âmbito das operações entre os bancos. Já os rendimentos dos títulos públicos americanos representam a taxa de remuneração livre de risco do mercado. O diferencial (*spreads*) entre essas taxas espelha o risco do setor privado bancário *vis-à-vis* o do setor público.

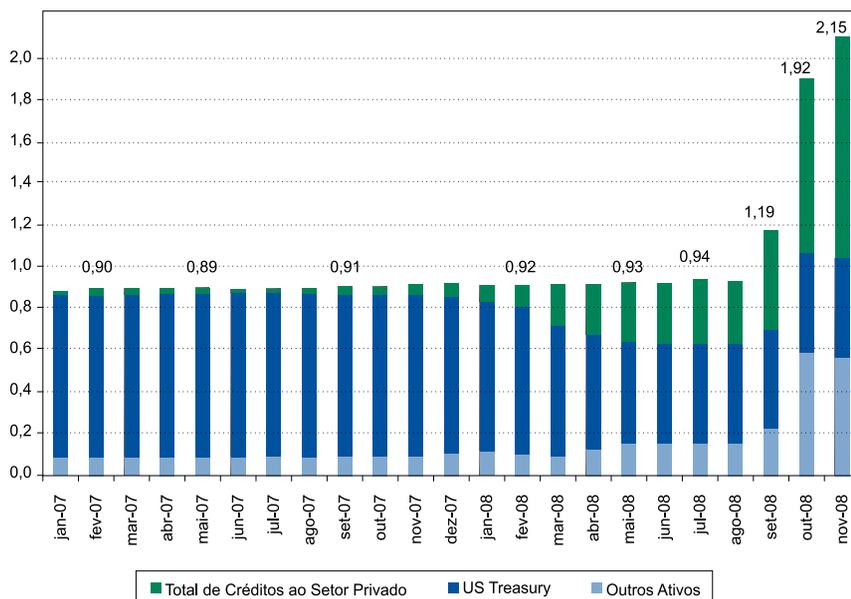
Pode-se notar que, desde o episódio do Lehman Brothers, a despeito do relaxamento da política monetária norte-americana e das demais medidas implementadas de injeção de liquidez, criaram-se fortes desconfianças com relação à saúde financeira dos bancos. Esse fato encareceu, de maneira rápida e abrupta, a tomada de recursos a curto e médio prazos – 30 ou 180 dias – nos mercados interbancários. Aumentou, consideravelmente, a percepção de risco dos bancos na realização de empréstimos entre si, fazendo com que, por exemplo, os *spreads* de um mês com relação aos papéis do governo atingissem o patamar de 4,5% a.a. no dia 10 de outubro – uma taxa que virtualmente paralisou as transações entre os bancos.

Apenas nas últimas semanas, pôde-se perceber a volta do funcionamento, ainda que não plenamente normalizado, dos mercados interbancários. Embora os *spreads* para operações de um mês tenham recuado de 3,0% a.a. para 1,5% a.a. em um prazo de 15 dias – entre a última semana do mês de outubro e a primeira semana do mês de novembro de 2008 –, indicando que as medidas de injeção de liquidez começam a surtir os primeiros efeitos, a percepção de risco do sistema bancário como um todo ainda é elevada. As taxas ainda se encontram acima dos patamares anteriores à falência do Lehman Brothers. A mesma análise vale para as operações de seis meses.

### A Reação do Federal Reserve e do Tesouro Americano

A deterioração das expectativas e a incerteza que se abateu sobre os mercados após a quebra do Lehman Brothers levaram o FED a agir. A autoridade monetária norte-americana ampliou, de forma rápida e abrangente, a liquidez da economia. Esse processo pode ser percebido observando-se os dados do Gráfico 3. Houve um forte crescimento do valor dos ativos totais do banco central americano, que saltou de US\$ 940 bilhões para US\$ 2,15 trilhões entre agosto e novembro de 2008 – um aumento de mais de 100%. Ademais, desde o início de 2007, ocorreu também uma modificação substancial em sua composição.

**Gráfico 3**  
**Composição dos Ativos Totais do FED**  
**(US\$ Trilhões – Dados até Novembro de 2008)**



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do FED.

No início da crise financeira, em agosto de 2007, os títulos do Tesouro Americano (U.S. Treasury) representavam 87% dos ativos totais do Federal Reserve, i.e., cerca de US\$ 785 bilhões. Os créditos ao setor privado, por sua vez, totalizavam apenas US\$ 26 bilhões, ou seja, 3% do ativo total. Ao observar esses dados no final de novembro de 2008, nota-se uma inversão considerável nessa configuração. Os créditos ao setor privado atingiram US\$ 1,1 trilhão, alcançando mais de 50% do ativo total. Já os títulos do Tesouro Americano se reduziram para o montante de US\$ 476 bilhões, representando algo próximo de 22% do ativo total.

É importante salientar que, desde o início da crise, a ampliação da liquidez da economia americana foi realizada de duas maneiras distintas pela autoridade monetária. Inicialmente, o FED manteve constante o volume total de seus ativos e diminuiu a

parcela de títulos públicos que carregava em sua carteira, os quais passaram a ser trocados por créditos privados menos líquidos que estavam nas carteiras dos bancos.<sup>2</sup> Posteriormente, a partir de setembro de 2008, o banco central norte-americano não apenas continuou a reduzir o montante de títulos públicos em sua carteira, mas também ampliou, em grande escala, o volume total de créditos ao setor privado mediante a utilização de vários instrumentos – operações compromissadas (repurchase agreements), leilões de crédito (term auction credits) etc.

Essa ampliação do volume de ativos do FED, a partir de setembro de 2008, é uma decorrência do agravamento da crise financeira e da mudança de postura das autoridades americanas relativamente ao caso do Lehman Brothers. Inúmeros episódios posteriores ilustram esse processo. Entre eles, podem-se citar os seguintes: i) a operação de salvamento no valor de US\$ 85 bilhões da AIG3 – maior companhia de seguros dos EUA –, no dia seguinte à falência do Lehman Brothers; ii) a aprovação de um pacote de resgate, pelo Tesouro Americano, no valor de US\$ 700 bilhões, para a compra de ativos ilíquidos (“podres”) das instituições financeiras – TARP (Troubled Asset Relief Program);<sup>4</sup> e iii) a criação de uma linha de crédito para a compra de papéis de curto prazo (commercial papers) das empresas norte-americanas, visando, com isso, garantir a continuidade de suas operações rotineiras de capital de giro.<sup>5</sup>

A desconfiança que se formou com relação à saúde financeira dos principais bancos americanos foi tamanha, que o Tesouro

---

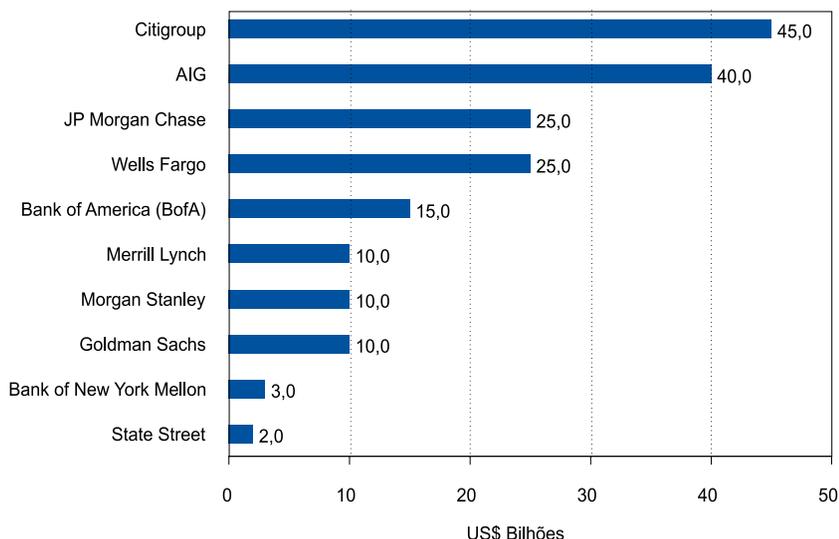
<sup>2</sup> Ver Torres Filho e Borça Jr. (2008) – *Visão do Desenvolvimento*, n. 50.

<sup>3</sup> No início de novembro, o auxílio à AIG foi modificado, atingindo um volume total de recursos de US\$ 152,5 bilhões, dos quais US\$ 40 bilhões em compras de ações preferenciais da seguradora.

<sup>4</sup> Em meados de novembro, houve uma modificação no pacote de resgate original, o qual deixou de se destinar à compra de ativos imobiliários ilíquidos e passou a ser destinado à capitalização dos bancos, visando facilitar a concessão de crédito aos consumidores.

<sup>5</sup> No dia 21 de outubro, o FED criou uma linha de crédito para os *money market funds*, denominada Money Market Investor Funding Facility (MMIFF), com o objetivo de dar o suporte necessário para que o setor privado forneça liquidez aos investidores do mercado monetário americano.

## Gráfico 4 Aporte do FED via Compra de Ações Preferenciais dos Grandes Bancos Americanos



Fonte: Bloomberg.

dos EUA resolveu utilizar parte dos US\$ 700 bilhões aprovados para a compra de ações preferenciais das instituições financeiras, incluindo a seguradora AIG.<sup>6</sup> Isso, na verdade, corresponde não apenas a um amplo aporte de capital do governo nessas instituições, mas também a uma nacionalização parcial, ainda que temporária, do sistema financeiro norte-americano. Até o início de dezembro, dez grandes instituições financeiras já haviam recebido US\$ 185 bilhões (Gráfico 4).

### Conclusões

O agravamento da crise financeira internacional a partir de setembro de 2008 é uma decorrência da quebra do Lehman

<sup>6</sup> Na realidade, as autoridades americanas seguiram as medidas tomadas, pioneiramente, pelos governos do Reino Unido e de alguns países da Zona do Euro.

Brothers, até então o quarto maior banco de investimento norte-americano. A falência dessa instituição abalou, profundamente, as expectativas dos investidores em escala global, aumentando a incerteza quanto à saúde financeira de todo o sistema bancário. Pode-se dizer que a opção do governo americano nesse episódio, permitindo a falência de um dos principais *players* dos mercados de crédito e de capitais globais, constituiu-se em um grave erro de política econômica. A perda de confiança que se abateu sobre os mercados fez com que não apenas as principais bolsas de valores do mundo incorressem em prejuízos consideráveis, mas também encareceu a tomada de recursos a curto e médio prazos nos mercados interbancários.

O governo norte-americano parece ter aprendido com seus equívocos. A ampliação em larga escala da liquidez do sistema pelas autoridades parece, aos poucos, começar a destravar a concessão de empréstimos entre os bancos. Os *spreads* entre a taxa Libor do mercado interbancário e os rendimentos dos títulos do Tesouro Americano vêm apresentando uma tendência de queda acentuada nas últimas semanas, caminhando para os níveis precedentes ao episódio do Lehman Brothers.

Contudo, ainda é cedo para afirmar que o pior já passou. Os dados mais recentes sobre o nível de atividade do terceiro trimestre de 2008 mostram os primeiros impactos do *credit crunch* global no lado real das economias. EUA e Reino Unido, por exemplo, apresentaram taxas negativas de crescimento do PIB de 0,5% na comparação com o trimestre imediatamente anterior.<sup>7</sup> A Zona do Euro e o Japão, por sua vez, já estão tecnicamente em recessão, acumulando dois trimestres consecutivos de retração da atividade econômica. A crise financeira, portanto, chegou de vez à economia real. A grande questão é saber por quanto tempo e quão profundo será esse processo.

---

<sup>7</sup> De acordo com a National Bureau of Economic Research (NBER), que determina as durações dos ciclos de expansão e contração da economia norte-americana, a recessão se iniciou em dezembro de 2007. Nessa definição, inclui-se um conjunto de indicadores econômicos, como dados mensais de produção industrial, de renda e de desemprego.



# Estrutura Produtiva e Comércio Exterior

---



## Importações Crescem junto com Oferta Doméstica

Fernando Pimentel Puga\*

Maio de 2008

**E**ntre 2004 e 2007, o PIB brasileiro cresceu, em média, 4,5% ao ano. O mercado interno foi o fator determinante desse desempenho. No período, o consumo das famílias aumentou em média 4,9% a.a., ao passo que o investimento teve expansão de 9,0% a.a. O setor externo contribuiu negativamente para o desempenho da economia, uma vez que a quantidade exportada de bens e serviços teve aumento de 8,9% a.a., enquanto as quantidades importadas cresceram 15,1% a.a.

Nesse novo ciclo de crescimento, baseado no mercado interno, observa-se crescente participação dos bens industriais importados no consumo aparente doméstico. O comportamento do coeficiente de importações na indústria é o tema deste artigo. O estudo analisa o indicador entre 1985 e 2007, focando nos determinantes macroeconômicos de sua evolução. A análise setorial foi deixada para o próximo *Visão do Desenvolvimento*. Chama-se atenção para o fato de o aumento do coeficiente nos quatro últimos anos vir acompanhado de alta na demanda interna e na produção. Do ponto de vista global, o desempenho recente das importações foi complementar ao aumento da oferta doméstica.

---

\* Economista e chefe do Departamento de Acompanhamento Econômico da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (DAE/APE).

## Evolução Global do Coeficiente de Importações da Indústria: 1985-2007

Uma das formas usualmente utilizadas para medir a relevância das importações em uma economia é por meio do coeficiente de importações da indústria. Esse indicador mede a participação de bens importados no consumo aparente – produção menos exportação mais importação – de bens industrializados.

Em um contexto de fraco desempenho da oferta de bens nacionais, um aumento relevante do coeficiente indica uma substituição da produção doméstica por importados. Em contrapartida, quando os dois indicadores caminham juntos, as evidências são de complementariedade.

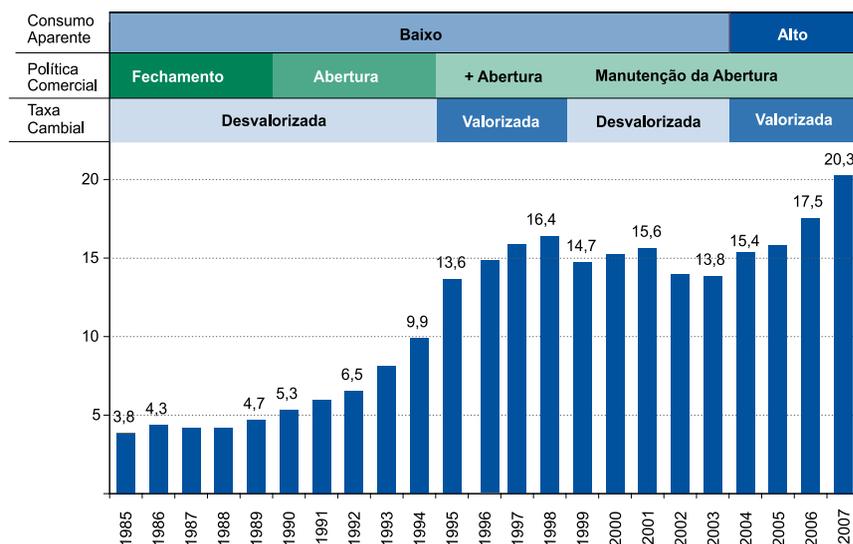
Neste artigo, o coeficiente foi calculado a preços constantes, com base na cotação média do dólar em 2005 (R\$ 2,4 por US\$). O objetivo de manter preços fixos é observar o crescimento real da produção e das importações.<sup>1</sup> O Gráfico 1 mostra o comportamento do coeficiente, para a indústria como um todo, entre 1985 e 2007. Neste último ano, o coeficiente de importações da indústria atingiu 20,3% – nível mais elevado da série. Trata-se de um percentual cinco vezes superior ao observado em 1985, quando atingiu 3,8%. O gráfico apresenta também uma caracterização estilizada dos desempenhos do consumo aparente, da política comercial e da taxa de câmbio, que são considerados na literatura econômica determinantes importantes da evolução das importações. A evolução do coeficiente e essa caracterização serviram para agrupar os períodos a serem analisados.

O baixo valor do coeficiente entre 1985 e 1989 – percentuais inferiores a 5% – revela que a economia, à época, estava praticamente fechada às importações. Vale lembrar que, nesse

---

<sup>1</sup> Houve duas alterações na forma de calcular o coeficiente de importações, em relação a estudos anteriores publicados nos números 4 e 26 do *Visão*. A primeira foi a mudança no ano-base para cálculo dos valores a preços constantes de 2000 para 2005. A segunda foi o maior uso dos dados da Funcex para acompanhar a evolução das exportações e importações a preços constantes, em substituição às séries de IPA (Índice de Preços por Atacado) da Fundação Getúlio Vargas (FGV).

## Gráfico 1 Coeficiente de Importações da Indústria



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE, Secex e Funcex.

período, a compra de bens no exterior estava sujeita a elevadas tarifas aduaneiras e a controles administrativos centralizados pela Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil (Cacex).

Esse quadro mudou, a partir de 1990, quando teve início a abertura comercial. A tarifa média de importação caiu de 41%, em 1989, para 14%, em 1994, e a Cacex deixou de operar. Nesse segundo período, o coeficiente aumentou de 4,7% para 9,9%, ou seja, 5,2 p.p. Como o crescimento do consumo aparente da indústria foi menor do que nos anos anteriores, como mostra a Tabela 1, e a taxa real de câmbio continuou desvalorizada, pode-se afirmar que esse salto registrado no coeficiente de importações decorreu basicamente do impacto da política de abertura comercial, implantada no início da década de 1990.

A alta do coeficiente de importações foi acompanhada por queda na produção física da indústria, como mostra a Tabela 1.

**Tabela 1**  
**Crescimento dos Componentes do Coeficiente de Importações\***  
**(% ao Ano)**

Componentes	1986 a 1989	1990 a 1994	1995 a 1998	1999 a 2003	2004 a 2007	2004	2005	2006	2007
Importações	8,1	16,4	17,4	(3,5)	15,8	19,5	5,2	16,4	22,9
Consumo Aparente	2,9	0,1	3,2	0,0	5,9	7,4	2,0	5,1	9,2
Produção Física	2,7	(0,2)	1,3	2,0	5,0	8,3	3,1	2,8	6,0

*Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE, Secex e Funcex.*

*\* Uma vez que os dados estão em dólares de 2005, a preços constantes, pode haver divergências entre as taxas apresentadas e as divulgadas pelo IBGE e pela Funcex.*

Trata-se de um período de desindustrialização, em que a entrada de produtos importados restringiu a produção doméstica.

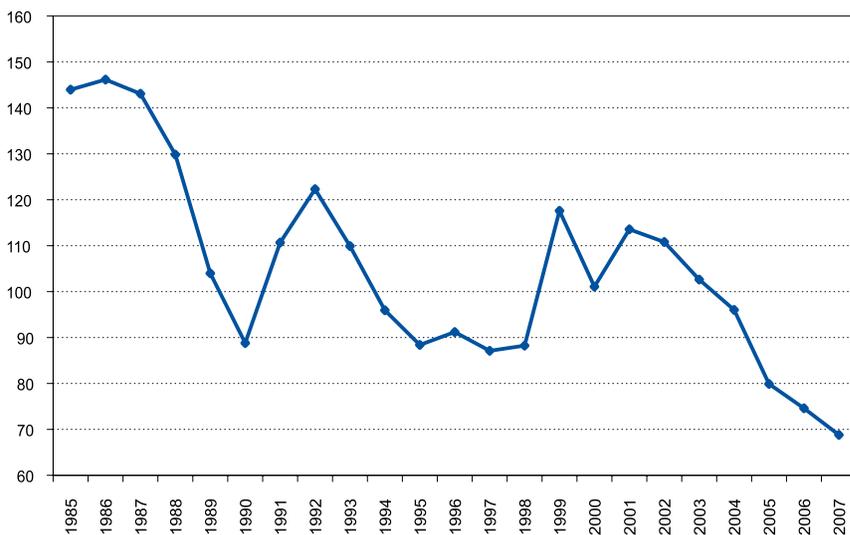
Entre 1995 e 1998, a penetração das importações na indústria brasileira se acelerou ainda mais. Houve uma elevação de 6,5 p.p. no coeficiente. Nesse terceiro período, o comportamento do coeficiente de importações refletiu basicamente o aprofundamento da abertura comercial, combinado com uma expressiva valorização da moeda nacional, o Real. Em 1997, a apreciação da taxa real do câmbio<sup>2</sup> chegou ao ponto máximo na década, tomando-se como referência uma cesta de 13 moedas (ver Gráfico 2).

A produção industrial teve aumento modesto, enquanto o consumo aparente apresentou ritmo de crescimento semelhante ao observado na segunda metade dos anos 1980. As importações, contudo, tiveram expressivo aumento. O período foi, portanto, de maior abertura da economia, em meio a um fraco desempenho industrial.

De 1999 a 2003, o coeficiente de importações ficou estável, situando-se em um estreito intervalo entre 14% e 16%. Esse quarto período foi, logo em seu início, marcado por uma forte desvalorização cambial, que se seguiu à adoção do atual regime de câmbio flexível. O desempenho da economia foi liderado

<sup>2</sup> Real/cesta de 13 moedas, utilizando o IPA como deflator.

## Gráfico 2 Taxa Real de Câmbio\*



Fonte: Funcex.

\* Real/cesta de 13 moedas, utilizando o IPA como deflator.

pelas exportações, em um contexto de estagnação da demanda doméstica e de queda no *quantum* importado.

As importações e a produção industrial tiveram desempenho inverso ao observado de 1990 a 1994, a despeito de o consumo ter se mantido estagnado nessas duas fases. Assim, o período de 1999 a 2003 foi de substituição das importações por produção doméstica.

A partir de 2004, o coeficiente de importações voltou a crescer rapidamente, sobretudo em decorrência de dois fatores. O primeiro foi a taxa de crescimento da economia, mais estável e elevada – média de 4,7% ao ano. Esse comportamento difere dos “vôos da galinha” – aceleração curta de até dois anos seguida por igual desaceleração – que predominaram desde os anos 1980. O segundo fator foi a forte apreciação cambial. Em 2007, a taxa real de câmbio chegou a um nível 21% acima do registrado em 1997, auge do período anterior de valorização.

Houve significativo crescimento das importações, mas, dessa vez, em meio a uma forte aceleração na demanda doméstica. A produção física industrial cresceu a taxas mais robustas que nas fases anteriores – 5% –, porém inferiores às do consumo aparente – 5,9%. Foi, portanto, um período de forte complementaridade entre o desempenho da oferta industrial doméstica e das importações. Nesse sentido, a maior entrada de importados ajudou a evitar situações relevantes de excesso de demanda na economia, com conseqüentes pressões sobre a inflação.

## Conclusão

Este estudo analisou os determinantes macroeconômicos do aumento do coeficiente de importações nas últimas duas décadas, ficando a análise setorial para o próximo *Visão*. Em 2007, o coeficiente de importações da indústria atingiu seu ponto recorde de 20%. Trata-se de percentual mais de cinco vezes superior ao observado em 1985.

Esse aumento no coeficiente representa uma mudança estrutural na divisão de trabalho entre a indústria brasileira e a internacional. O determinante de longo prazo dessa mudança foi a política de abertura comercial. A partir desta, o Brasil deixou de ser uma economia com elevadas tarifas aduaneiras e rígidos controles administrativos às importações, para tornar-se um país mais integrado comercialmente com o exterior.

Outro fator que contribuiu para a alta do coeficiente foi a taxa de câmbio. Esse determinante teve importância significativa, em períodos de valorização cambial, como acelerador do aumento da penetração das importações na economia. Em momentos de desvalorização cambial, serviu para moderar os efeitos do processo de abertura comercial sobre as importações.

Esses dois fatores – abertura comercial e câmbio – foram os principais responsáveis pela expressiva alta no coeficiente de importações, de 1990 a 1998. Nesse período, o coeficiente aumentou mais de 10 pontos percentuais. O aumento, no entanto, foi acompanhado por um baixo desempenho da

produção nacional, em um contexto de fraco crescimento do consumo doméstico.

No período de 2004 a 2007, o aumento do coeficiente das importações foi impulsionado por um terceiro determinante – o crescimento na demanda interna. Esse crescimento, por sua vez, foi movido pelo aumento do investimento e do consumo familiar. A expansão das importações industriais foi basicamente complementar ao significativo aumento da produção e não substitutiva. O crescimento das importações foi, assim, um importante fator para ajustar desequilíbrios potenciais entre oferta e demanda e, conseqüentemente, moderar acelerações de preços na indústria.



# Importação Mostra que Problemas na Indústria São Localizados

Fernando Pimentel Puga\*

Maio de 2008

A economia brasileira ingressou, em 2004, em um ciclo de crescimento, impulsionado pelo consumo das famílias e pela aceleração dos investimentos. Uma característica particular do ciclo atual, frente a anos anteriores – em que o crescimento foi liderado pela demanda externa –, é o aumento na participação de produtos importados no consumo doméstico, ou seja, no coeficiente de importações.

O comportamento do coeficiente de importações foi analisado no *Visão do Desenvolvimento* 47. O objetivo deste número do *Visão* é complementar o estudo anterior, analisando o comportamento desse indicador na ótica setorial. O trabalho apresenta a evolução do coeficiente por setores, para o período 1996–2007. Ademais, mostra a contribuição dos diferentes setores para o seu aumento, nos últimos quatro anos. Com base nessa análise, infere-se que o coeficiente continuará a crescer, embora a um ritmo menor do que o observado recentemente.

## O Coeficiente de Importações da Indústria: 1996-2007

O coeficiente de importações da indústria mede a participação de bens importados no consumo aparente – produção menos exportação mais importação – de bens industrializados. Uma alta do coeficiente mostra, portanto, maior penetração de importados na economia. Esse aumento, quando acompanhado

---

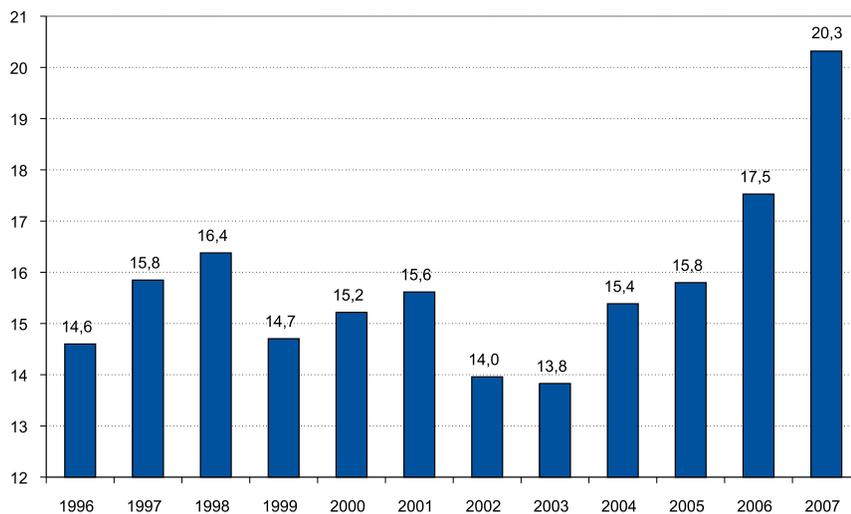
\* Economista e chefe do Departamento de Acompanhamento Econômico da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (DAE/APE).

de queda na oferta de bens nacionais, indica que a produção doméstica está perdendo espaço para os importados. Em compensação, uma redução no coeficiente acompanhada por aumento na produção doméstica aponta para um processo de substituição de importações.

O Gráfico 1 mostra o comportamento do coeficiente, no período 1996-2007. A escolha de 1996 como ano inicial deve-se à disponibilidade de dados por setor, agrupados conforme a Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE). Do mesmo modo que no trabalho anterior, o coeficiente foi calculado a preços constantes, com base na cotação média do dólar em 2005 (R\$ 2,4 por US\$). O objetivo de manter preços fixos é observar o crescimento real da produção e das importações.

O coeficiente de importações da indústria atingiu 20,3%, em 2007. Trata-se do quarto ano consecutivo de aumento no coeficiente. Desde 2003, quando ficou em 13,8%, esse indicador

**Gráfico 1**  
**Coeficiente de Importações da Indústria**  
(Em %)



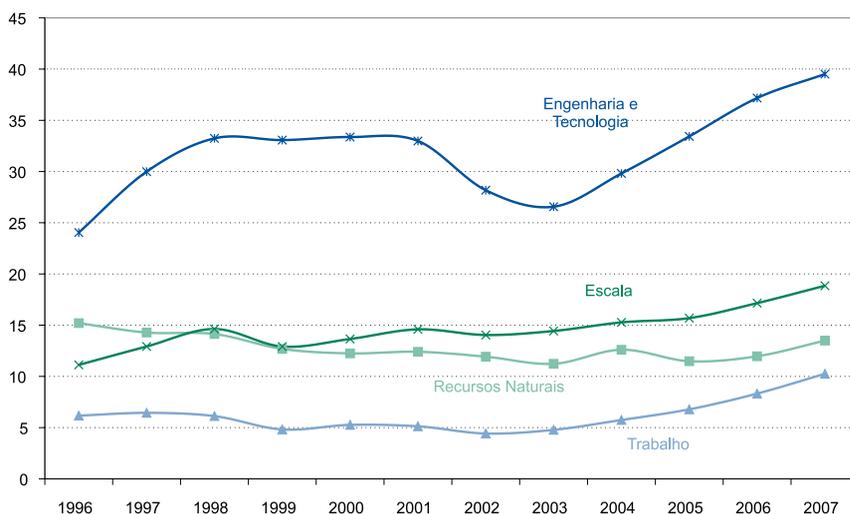
Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE, Secex e Funcex.

aumentou quase 50%. Frente ao período de 1996 a 2003, quando houve fases de alta, seguidas de reversão, o aumento recente foi mais consistente e de maior intensidade.

## Desempenho por Setor

O Gráfico 2 mostra o comportamento do coeficiente de importações segundo a classificação da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), que define quatro grupos de setores: i) intensivos em engenharia e tecnologia; ii) intensivos em escala; iii) intensivos em recursos naturais; e iv) intensivos em trabalho. De partida, observa-se que há diferenças estruturais entre os grupos. Os setores intensivos em engenharia e tecnologia são, de longe, os que apresentam maiores coeficientes. Em 2007, o coeficiente foi mais que o dobro da média dos setores intensivos em escala e recursos naturais e quatro vezes maior que os intensivos em trabalho.

**Gráfico 2**  
**Coeficiente de Importações da Indústria, por Setores**  
(Em %)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE, Secex e Funcex.

**Tabela 1**

**Coefficiente de Penetração das Importações da Indústria 1996-2007 (%)**

Setores	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Indústria</b>	<b>14,6</b>	<b>15,8</b>	<b>16,4</b>	<b>14,7</b>	<b>15,2</b>	<b>15,6</b>	<b>14,0</b>	<b>13,8</b>	<b>15,4</b>	<b>15,8</b>	<b>17,5</b>	<b>20,3</b>
<b>Intensiva em Recursos Naturais</b>	<b>15,2</b>	<b>14,2</b>	<b>14,0</b>	<b>12,6</b>	<b>12,1</b>	<b>12,3</b>	<b>12,0</b>	<b>10,8</b>	<b>12,1</b>	<b>10,6</b>	<b>10,9</b>	<b>13,4</b>
Extração Mineral	30,7	27,9	28,3	32,3	32,6	35,6	31,0	31,9	37,3	32,6	29,5	29,7
Petróleo e Álcool (Inclui Refino)	31,7	29,0	27,9	25,7	24,3	25,3	25,2	23,2	25,9	23,0	24,1	27,4
Alimentos e Bebidas	3,9	3,9	4,0	3,1	3,1	2,6	2,8	2,6	2,6	2,8	3,0	3,3
Madeira	2,4	2,9	2,8	1,8	2,2	1,8	1,8	2,1	2,7	2,6	3,3	3,7
Papel e Celulose	11,6	13,4	13,6	8,6	8,6	7,3	6,4	5,9	7,2	6,9	8,1	9,1
Prod. de Minerais Não-Metálicos	3,1	3,8	3,7	2,9	3,4	3,6	3,3	3,8	4,5	5,0	5,7	6,6
<b>Intensiva em Trabalho</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>8,3</b>	<b>10,3</b>
Têxtil	9,7	10,2	8,9	7,7	8,8	6,7	5,9	6,9	7,7	8,9	11,3	14,5
Vestuário	4,4	4,1	2,7	1,7	1,6	1,9	1,3	1,3	2,1	3,3	4,8	5,4
Couro e Calçados	3,6	4,0	3,8	3,1	3,8	4,1	3,2	4,1	5,4	6,4	7,6	9,4
Produtos de Metal – Exc. Máq. e Equip.	6,1	6,0	6,7	5,1	5,4	6,0	5,4	5,3	6,1	7,2	8,6	10,5
Móveis e Ind. Diversas	6,2	7,4	7,4	5,2	5,3	5,1	4,5	4,7	5,9	6,5	7,0	8,4
<b>Intensiva em Escala</b>	<b>11,1</b>	<b>12,9</b>	<b>14,6</b>	<b>12,9</b>	<b>13,7</b>	<b>14,6</b>	<b>14,0</b>	<b>14,4</b>	<b>15,3</b>	<b>15,7</b>	<b>17,2</b>	<b>18,9</b>
Química	14,1	15,5	16,2	15,6	17,0	18,9	19,8	20,6	22,8	21,9	23,6	26,3
Borracha e Plásticos	5,7	6,9	7,8	6,5	7,4	7,9	8,0	8,7	9,5	11,2	11,6	12,8
Metalurgia	7,2	9,6	11,1	9,3	9,6	10,1	8,4	8,2	8,4	9,9	11,6	12,1
Veículos Automotores	12,0	14,3	18,4	14,1	13,8	13,7	11,5	11,0	10,4	11,9	13,6	15,3
<b>Intensiva em Engenharia e Tecnologia</b>	<b>24,0</b>	<b>30,0</b>	<b>33,2</b>	<b>33,1</b>	<b>33,4</b>	<b>33,0</b>	<b>28,2</b>	<b>26,6</b>	<b>29,8</b>	<b>33,4</b>	<b>37,2</b>	<b>39,5</b>
Máq. e Equipamentos	27,1	32,6	32,6	28,3	25,0	27,6	25,3	23,4	23,6	27,7	29,6	31,6
Materiais Elétricos	23,5	26,3	26,5	26,7	27,9	31,1	26,3	23,4	23,0	24,9	27,2	26,4
Complexo Eletrônico	18,9	23,6	29,5	33,4	35,5	33,8	30,2	31,7	34,9	38,7	42,7	43,4
Instr. Méd., de Controle e Autom. Ind.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	48,1	45,6	49,8	55,6	62,4	70,5
Aviação/Ferrov./Emb./Motos	34,0	55,6	53,9	55,7	64,6	40,9	24,0	19,6	35,8	35,3	40,5	50,7

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE, Secex e Funcex.

Além disso, em todos os quatro grupos, houve, entre 2004 e 2007, aumento no coeficiente. Esse crescimento, no entanto, foi, em pontos percentuais, maior nos intensivos em engenharia e tecnologia. Quando se adota uma perspectiva de mais longo prazo, observa-se que, entre 1996 e 2007, houve queda no coeficiente dos intensivos em recursos naturais, em contraste com alta em todos os demais grupos.

A Tabela 1 detalha as evoluções do coeficiente por setor. A alta do coeficiente de importação, entre 2004 e 2007, foi bastante generalizada, abrangendo também os setores intensivos em recursos naturais, à exceção da extração mineral. Quando se analisa a prazo mais longo, os coeficientes de importação na maioria dos setores intensivos em recursos naturais estavam, em 2007, abaixo dos níveis de 1996. Isso não ocorreu em nenhum dos setores pertencentes aos demais grupos analisados: intensivos em trabalho, em escala e em engenharia e tecnologia, que tiveram aumento no coeficiente nesses 11 anos.

### Determinantes Setoriais da Evolução do Coeficiente de Importações

A contribuição de um setor para um aumento no coeficiente de importações ocorre de duas formas. A primeira é pelo aumento da participação dos importados no consumo aparente do setor – efeito importação. A segunda forma é pelo aumento da participação do consumo do setor no consumo aparente global – efeito consumo.

A Tabela 2 mostra essas contribuições para o período 2004–2007, quando houve um aumento consistente e expressivo no coeficiente de importações. Observa-se que 60% do aumento do coeficiente de importações teve origem nos setores intensivos em engenharia e tecnologia, ou seja, dos 6,5 pontos percentuais de aumento total, 3,8 p.p. vieram desse grupo. Os intensivos em escala responderam por 28% da alta do coeficiente – 1,9 p.p. em 6,5 p.p. Os intensivos em trabalho e recursos naturais tiveram, em conjunto, um impacto marginal de 12% ou 0,7 p.p.

Parcela significativa do efeito dos intensivos em engenharia e tecnologia sobre o coeficiente total (3,8 p.p.) deve-se à mudança na composição do consumo aparente em favor desse setor – efeito consumo de 1,2 p.p. O efeito consumo foi positivo também nos intensivos em escala e neutro nos intensivos em trabalho. Já nos intensivos em recursos naturais, a redução da participação desses setores no consumo aparente fez com que o efeito desses setores sobre o coeficiente total fosse pouco significativo.

A explicação para a reduzida contribuição dos intensivos em recursos naturais para o crescimento do coeficiente de importações está no fato de concentrar setores em que o consumo aparente doméstico mostra-se relativamente estável (Gráfico 3). O crescimento das importações tem sido contido, em particular, pela entrada em produção de reservas e desenvolvimento de tecnologia na exploração de petróleo; maior consumo doméstico de biocombustíveis, reduzindo a dependência de compras externas de petróleo; avanços em termos de pesquisa científica na produção de alimentos; e pela forte competitividade brasileira em celulose.

Os setores intensivos em trabalho têm como característica comum apresentarem maior nível de auto-suficiência no atendimento à demanda doméstica. Entre 2004 e 2007, o coeficiente do grupo mais do que dobrou (Tabela 1), mas a penetração das

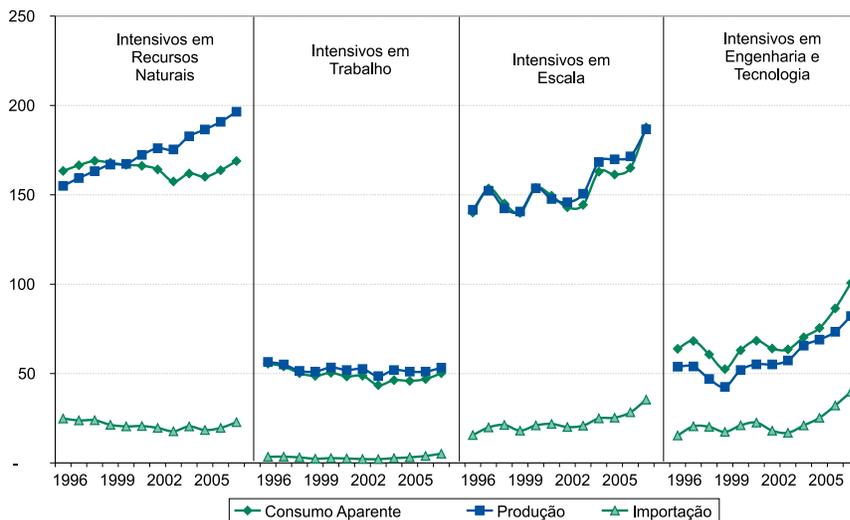
**Tabela 2**  
**Contribuição dos Grupos para Alta do Coeficiente de Importações**  
**2004 a 2007**

Grupos	Variação no Coeficiente*	Efeito sobre o Coeficiente Total*			Crescimento (% a.a.)		
		Efeito Importação	Efeito Consumo	Efeito Total	Import.	Consumo	Produção
Eng. e Tecnologia	12,9	2,6	1,2	3,8	23,9	12,2	9,4
Escala	4,4	1,6	0,3	1,9	14,2	6,8	5,5
Trabalho	5,5	0,5	(0,0)	0,5	25,4	3,6	2,3
Recursos Naturais	2,7	0,9	(0,7)	0,2	6,5	0,8	2,0
<b>Total</b>	<b>6,5</b>	<b>5,6</b>	<b>0,8</b>	<b>6,5</b>	<b>15,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE, Secex e Funcex.

\*Em pontos percentuais.

### Gráfico 3 Componentes do Coeficiente de Importações – Grupos de Setores (US\$ Bilhões – a Preços Constantes de 2005)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE, Secex e Funcex.

importações continuou a ser menor que nos demais grupos. Seu efeito sobre o coeficiente total foi, portanto, reduzido.

Conforme visto acima, o maior impacto das importações veio dos intensivos em engenharia e tecnologia e dos intensivos em escala. Esses grupos reúnem setores que tendem a se expandir mais fortemente com o crescimento da renda doméstica e do crédito, como é o caso de veículos automotores e complexo eletrônico, e com o aumento do investimento, como no caso de máquinas e equipamentos.

Tanto nos intensivos em engenharia e tecnologia quanto nos intensivos em escala, o aumento das importações foi impulsionado pela forte expansão do mercado doméstico. Um aspecto marcante foi que a produção doméstica cresceu acima da média da indústria. Portanto, houve forte complementaridade entre o desempenho da oferta industrial doméstica e o das importações.

A análise dos setores de maior relevância para o aumento do coeficiente de importações – complexo eletrônico; máquinas

e equipamentos; veículos automotores; instrumentos médicos, de controle e automação industrial; e química – reforça a constatação de complementaridade entre a oferta doméstica e as importações. A Tabela 3 mostra que esses setores responderam por 4,5 p.p. – 70% – do aumento de 6,5 p.p. do coeficiente de importações da indústria, entre 2004 e 2007.<sup>1</sup>

O efeito importação respondeu por 3,1 p.p. – dois terços – dos 4,5 p.p. de contribuição dos setores selecionados para alta no coeficiente. O efeito consumo foi particularmente expressivo nos setores de complexo eletrônico, instrumentos médicos e de automação industrial e veículos automotores, contribuindo, respectivamente, com 48%, 44% e 43% do efeito total.

Além de esses setores destacados apresentarem maior crescimento no consumo aparente, o desempenho da produção foi também melhor, à exceção da química. Esse desempenho reforça o argumento de que a expansão das importações foi complementar ao aumento da produção e não substitutiva, conforme destacado no *Visão 47*.

Algumas ressalvas, no entanto, devem ser feitas ao bom desempenho da indústria doméstica nos setores destacados. Do ponto de vista de mais longo prazo, existem diferenças expressivas no que tange ao nível de produção alcançado em 2007, como mostra o Gráfico 4. No complexo eletrônico e nos instrumentos médicos e de automação industrial, a produção física encontrava-se em nível inferior ao de 1996. Na química, o nível ficou abaixo do registrado em 2000. Isso denota que, nesses setores, a política de abertura comercial, iniciada na década de 1990, favoreceu a penetração dos importados em detrimento da produção doméstica.

O comportamento é bastante distinto nos setores de máquinas e equipamentos e de veículos automotores. Entre 1996 e 2007, a produção física de automóveis cresceu 63% e a de máquinas e equipamentos aumentou 82%. Houve nesses setores, portanto,

---

<sup>1</sup> Para fins de comparação, a tabela mostra também petróleo e álcool, que é o segundo maior setor importador, depois da química.

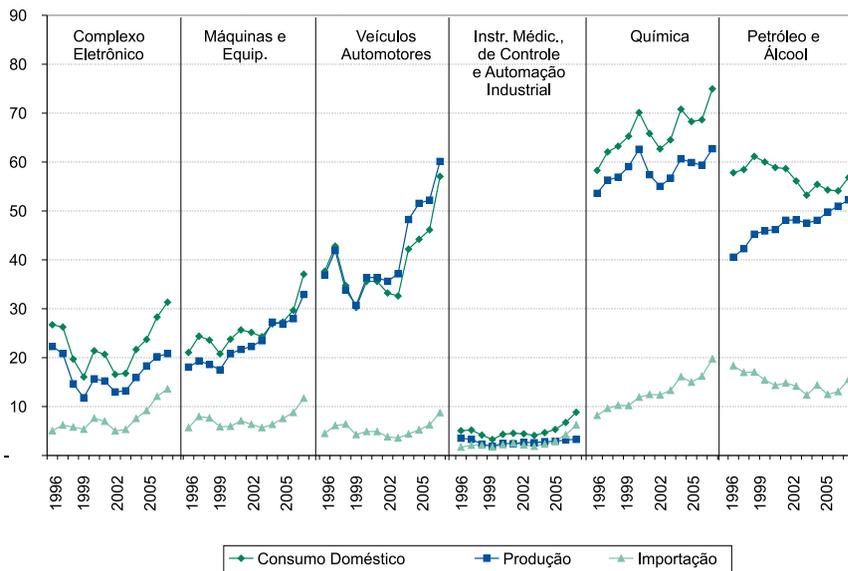
**Tabela 3**  
**Contribuição de Setores Seleccionados para Alta do Coeficiente de Importações – 2004 a 2007**

Setores	Variação no Coeficiente*	Efeito sobre o Coeficiente Total*			Crescimento (% a.a.)		
		Efeito Importação	Efeito Consumo	Efeito Total	Import.	Consumo Aparente	Produção
Complexo Eletrônico	11,7	0,7	0,7	1,4	26,4	16,9	12,0
Máquinas e Equipamentos	8,2	0,6	0,3	0,9	19,8	11,1	8,8
Veículos Automotores	4,3	0,5	0,4	0,8	25,0	15,0	12,8
Instr. Méd. e de Automação Ind.	24,8	0,4	0,3	0,8	35,1	21,2	6,0
Química	5,7	0,8	(0,2)	0,6	10,4	3,8	2,6
Subtotal	6,8	3,1	1,5	4,5	19,2	10,1	7,8
<b>Total</b>	<b>6,5</b>	<b>5,6</b>	<b>0,8</b>	<b>6,5</b>	<b>15,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>
Memo:							
Petróleo e Alcool	4,1	0,5	(0,4)	0,04	5,9	1,7	2,4

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE, Secex e Funcex.

\* Em pontos percentuais.

**Gráfico 4**  
**Componentes do Coeficiente de Importações – Setores Seleccionados**  
**(US\$ Bilhões – a Preços Constantes de 2005)**



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE, Secex e Funcex.

diferentemente dos anteriores, uma resposta bastante positiva da indústria doméstica à maior abertura comercial.

## Comentários Finais

Em 2007, o coeficiente de importações da indústria atingiu 20%, o que corresponde a um percentual 50% maior do que o de 2003. Os principais setores responsáveis pelo aumento do coeficiente de importações foram aqueles intensivos em escala e em engenharia e tecnologia. Entre esses, destacam-se complexo eletrônico, máquinas e equipamentos e veículos automotores.

Uma característica importante desses setores é que tendem a se expandir mais fortemente com o aumento da renda das famílias, do crédito e do investimento. Nesse sentido, o aumento de seu coeficiente está relacionado à aceleração do crescimento da demanda interna, comandada pelo consumo das famílias e pela formação bruta de capital fixo.

A alta no coeficiente de importações foi amplificada pelo fato de esses setores serem, tradicionalmente, aqueles com maior penetração de importados. No entanto, o crescimento expressivo da produção doméstica em segmentos como veículos automotores e máquinas e equipamentos mostra que a indústria doméstica tem se mantido competitiva frente ao avanço dos importados. O aumento no coeficiente ocorreu em um contexto de complementaridade entre a oferta de bens nacionais e de importados.

Projetar esse quadro para os próximos anos não é uma tarefa fácil. A perspectiva é de que o crescimento da demanda doméstica e, principalmente, do investimento continuará levando ao aumento do coeficiente de importações, embora a um ritmo menor do que o observado recentemente.

No longo prazo, os setores intensivos em recursos naturais, pela combinação de forte competitividade brasileira e aumento da demanda internacional, devem continuar a gerar superávits comerciais significativos. Em petróleo e álcool, a perspectiva é

de o Brasil vir a se tornar, em um futuro próximo, importante exportador líquido.

Nos setores intensivos em escala e em engenharia e tecnologia, o bom desempenho da produção doméstica, especialmente em veículos automotores, demonstra capacidade da indústria nacional de atender à grande maioria do aumento da demanda interna. A expansão das importações de máquinas e equipamentos contribui para aumentar a capacidade da indústria como um todo de atender ao consumo doméstico, diminuindo a necessidade de importações.

As *performances* mais preocupantes ficam por conta de complexo eletrônico; instrumentos médicos, de controle e automação industrial; e química. Em que pese o crescimento da produção, entre 2004 e 2007, esse desempenho resultou basicamente na recuperação de níveis já obtidos em anos anteriores. O comportamento diferenciado desses setores indica que suas trajetórias de crescentes déficits externos são de natureza estrutural. Têm determinantes próprios a essas indústrias, relacionados a fatores de natureza tecnológica e a estratégias de divisão do trabalho internacional das empresas líderes.



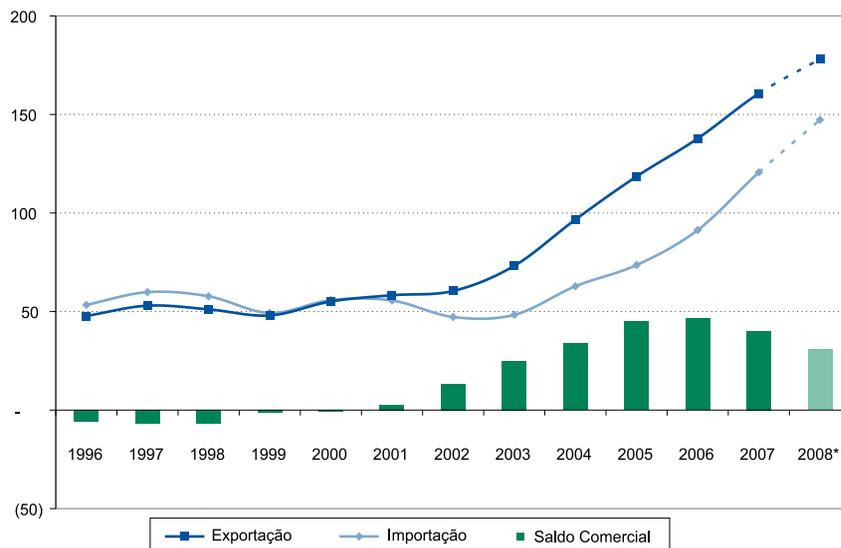
# Balança Comercial Brasileira: Muito além das *Commodities*

Fernando Pimentel Puga\*

Setembro de 2008

A balança comercial brasileira tem apresentado, desde 2007, uma trajetória de redução de superávits. Esse comportamento se acelerou, de forma significativa, no início de 2008. No acumulado de 12 meses encerrados em junho de 2008, o saldo ficou em US\$ 31 bilhões, contra US\$ 46 bilhões, em 2006, e US\$ 40 bilhões, em 2007. Como mostra o Gráfico 1, esse desempenho

**Gráfico 1**  
**Balança Comercial Brasileira**  
(Em US\$ Bilhão)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de Secex/MDIC.

\* De julho de 2007 a junho de 2008.

\* Economista e chefe do Departamento de Acompanhamento Econômico da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (DAE/APE).

está relacionado ao crescimento mais rápido das importações frente ao das exportações.

Uma das preocupações quanto ao saldo comercial diz respeito à sua excessiva dependência de mudanças nos preços de *commodities*. O argumento é de que o Brasil teria se beneficiado, nos últimos anos, por uma melhora nos termos de troca em favor das *commodities*. Com a deterioração do saldo comercial a partir de 2007, passou-se a questionar se, em um cenário de reversão da alta de *commodities*, o déficit no saldo comercial brasileiro poderia se deteriorar de forma significativa.

O objetivo deste estudo é fazer uma análise do comportamento do comércio exterior brasileiro, particularmente em *commodities*. São analisados o saldo comercial, as composições das pautas de exportação e importação e a evolução dos preços. Os resultados relativizam as preocupações quanto aos impactos de uma queda nos preços de *commodities*. Nesse sentido, redirecionam o foco para o desempenho da economia doméstica.

## Desempenho do Comércio Exterior Brasileiro pela Ótica das *Commodities*

A definição de *commodities* não é pacífica. A princípio, engloba os produtos intensivos em recursos naturais, padronizados e com tecnologia de produção amplamente conhecida, sendo o termo geralmente associado a bens negociados em Bolsa de Mercadorias. Essa lista, no entanto, costuma ser acrescida por bens como minério de ferro, aço e alimentos industrializados, que, embora não sejam padronizados e nem negociados em Bolsa, guardam semelhança com as *commodities* nos demais aspectos.

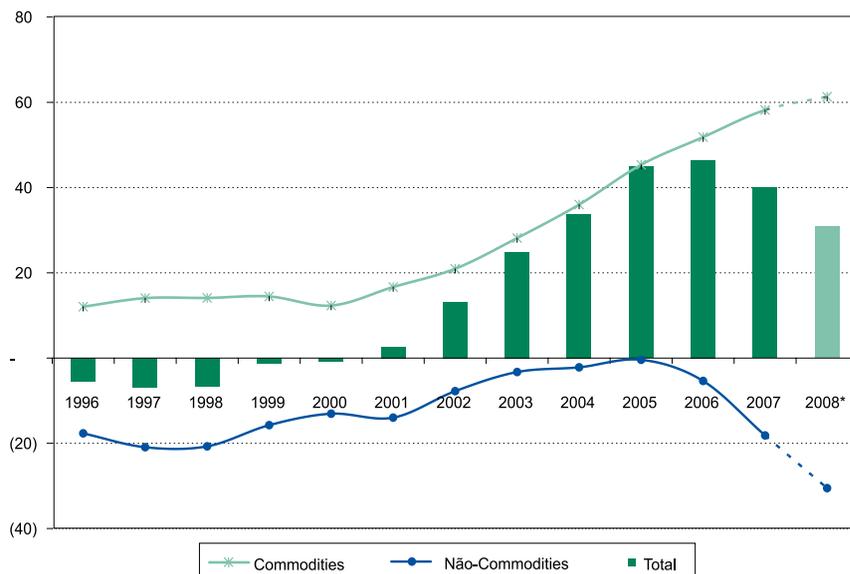
Neste estudo, foi adotado esse conceito mais abrangente de *commodities*. O termo compreende setores da Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE) referentes a agroindústria, extração mineral e metalurgia e extração de petróleo e combustíveis.

O Gráfico 2 mostra os saldos comerciais brasileiros sob três ângulos diferentes: total, em *commodities* e em *não-commodities*

## Gráfico 2

### Saldo Comercial – Total e em *Commodities*

(Em US\$ Bilhão)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de Secex/MDIC.

\* De julho de 2007 a junho de 2008.

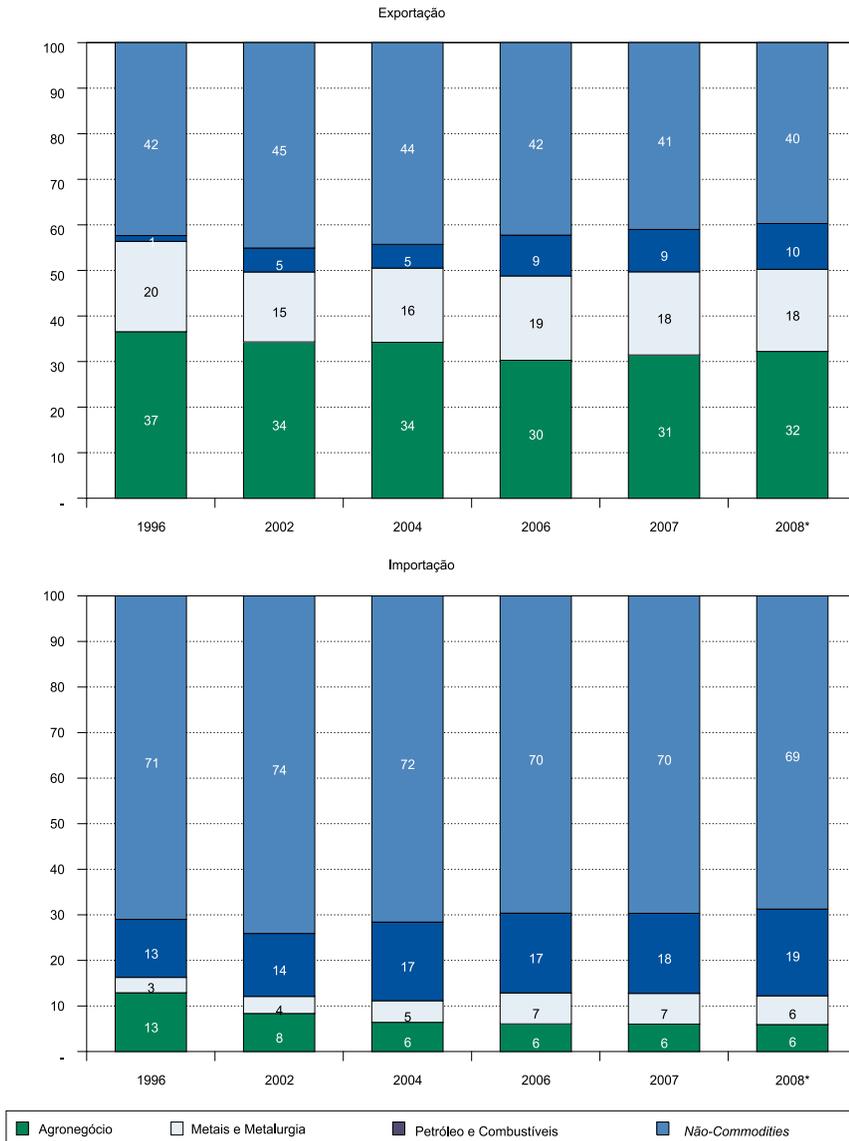
(demais setores). Entre 2002 e 2006, a melhora do saldo foi acompanhada por um aumento equivalente no superávit em *commodities*. A deterioração a partir de 2007, por sua vez, deve-se ao forte aumento no déficit comercial nos demais setores.

Esse desempenho, a princípio, reforça o argumento de que a melhoria dos termos de troca em favor das *commodities* exportadas foi fundamental para a geração de elevados superávits comerciais, nos últimos anos. No entanto, os dados desagregados de exportações e importações, com diferenciação entre as *commodities*, apontam para um diagnóstico diferente.

### As Pautas de Exportação e Importação pela Ótica das *Commodities*

O Gráfico 3 mostra as composições das pautas de exportações e importações brasileiras, entre 1996 e meados de 2008.

**Gráfico 3**  
**Composições das Pautas de Exportação e Importação**  
**(Em %)**



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de Secex/MDIC.  
 \* De julho de 2007 a junho de 2008.

Uma avaliação mais detida dessas informações revela algumas surpresas. A primeira constatação é de que, ao longo de quase 13 anos, não houve mudanças significativas na estrutura setorial das exportações e importações em favor de *commodities*. Em meados de 2008, os segmentos de agronegócios, metais e metalurgia e petróleo e lubrificantes responderam por 60% das exportações brasileiras. Trata-se de percentual bem próximo dos 58%, em 1996, e dos 55%, em 2002. Essa mesma característica pode ser percebida na pauta de importações, com a participação das *commodities* atingindo 31% em meados de 2008, contra 29% em 1996 e 26% em 2002.

O segundo aspecto surpreendente aparece quando se segmenta o desempenho das *commodities*. Percebe-se que a principal alteração, de 2002 a meados de 2008, foi o aumento de 5 pontos percentuais da importância de petróleo e combustíveis, tanto nas importações (de 14% para 19%) quanto nas exportações (de 5% para 10%). O resultado líquido foi uma elevação do déficit comercial no segmento de US\$ 3,4 bilhões, em 2002, para US\$ 10,1 bilhões, em meados de 2008.

Em suma, o comportamento do comércio exterior brasileiro tem sido caracterizado por expansão do intercâmbio comercial com os demais países, com certa rigidez nas pautas de exportações e importações. A principal exceção foi o setor de petróleo e combustíveis. No entanto, a maior participação desses setores nos fluxos de comércio contribuiu negativamente para o desempenho do saldo comercial em *commodities*.

### Qual Foi o Efeito da Alta dos Preços das *Commodities*?

A seção anterior mostrou que a melhora no saldo comercial brasileiro, entre 2002 e meados de 2008, não está relacionada ao crescimento maior nas exportações de *commodities*, frente aos demais setores. Contudo, esse desempenho levanta algumas questões. Por que não houve, por exemplo, um aumento na participação dos produtos agropecuários no comércio exterior brasileiro, apesar da forte alta nos preços internacionais de

*commodities*? Outra questão é qual foi o efeito da alta de preços das diferentes *commodities* exportadas pelo Brasil sobre a melhora nos termos de troca do país.

Chama atenção o fato de que, de acordo com dados da Funcex, entre 2002 e meados de 2008, os termos de troca do país tiveram uma melhora de apenas 9,1%, com altas de 81% e 66% nos preços das exportações e importações brasileiras, respectivamente. Em contraste, o índice Reuters CCI de *commodities* teve aumento de 132%, no período.

Assim, para responder às questões acima, foram comparados os desempenhos das seguintes cotações: i) preços das exportações e importações brasileiras – total e *commodities*; e ii) preços praticados no comércio mundial – total e *commodities*. Para agronegócios e metais e metalurgia, a análise é focada nos preços de exportação, pois, como os pesos desses setores no valor das importações brasileiras é reduzido, as altas nos preços das importações tiveram pouco efeito sobre o comércio exterior. Já no caso de petróleo e combustíveis, é necessário analisar os preços das exportações e importações.

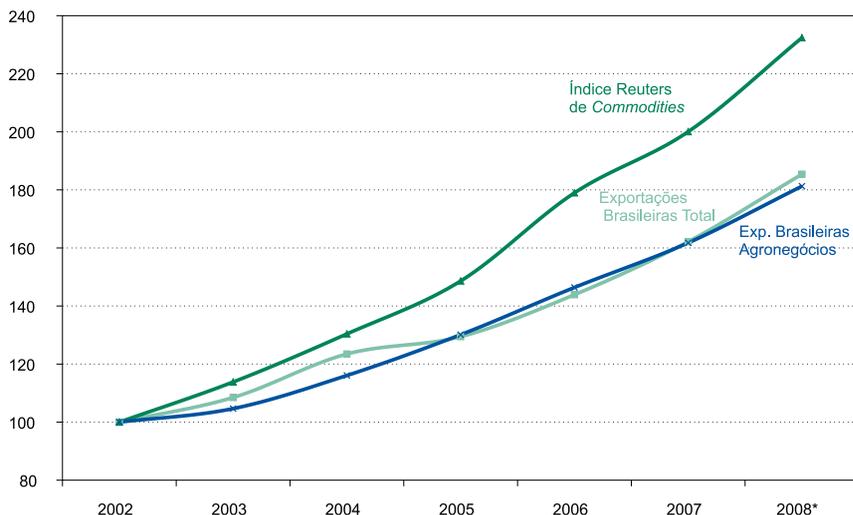
O Gráfico 4 compara a evolução dos preços das exportações brasileiras de agronegócios com o comportamento dos preços internacionais de *commodities* (índice Reuters) e das exportações brasileiras. Observa-se que, entre 2002 e meados de 2008, os preços de exportação de agronegócios brasileiros tiveram aumento de 85%, sendo bem abaixo da referida alta de 132% nas cotações internacionais do índice Reuters CCI de *commodities* e pouco acima da elevação de 81% nos preços das exportações brasileiras. Nesse sentido, a alta de preços de exportações brasileiras de agronegócios não teve impacto direto na participação do setor na pauta de exportações brasileira.

Em contraste com o setor de agronegócios, os preços das exportações brasileiras de metais e metalurgia cresceram bem acima dos índices totais de preços no comércio mundial<sup>1</sup> e das

---

<sup>1</sup> Por conta de limitação na base de dados, o aumento de preços do comércio mundial, entre 2007 e meados de 2008, foi calculado com base no crescimento dos preços das importações americanas.

#### Gráfico 4 Índices de Preços – Mercado Internacional de *Commodities* e Exportações do Brasil de Agronegócios (2002 = 100)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de Secex, Funcex, WTO e Reuters.

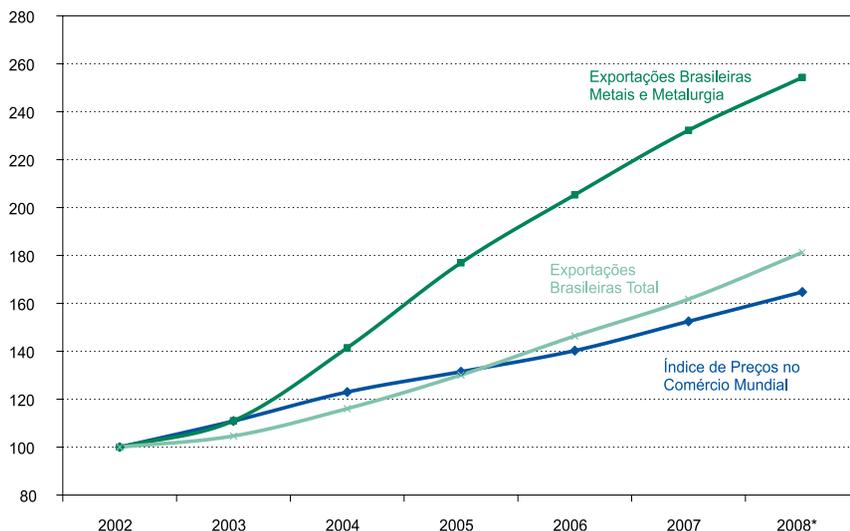
\* De julho de 2007 a junho de 2008.

exportações brasileiras (Gráfico 5). Como resultado, o setor teve uma contribuição significativa na melhora dos termos de troca.

O efeito positivo do aumento dos preços de metais e metalurgia sobre os termos de troca foi, no entanto, compensado pela deterioração nos termos de troca causada pela elevação dos preços de petróleo e combustíveis. O Gráfico 6 mostra as altas nos preços de exportação e importação desse setor e compara com a evolução do índice geral de preços no comércio mundial. Nota-se que os preços das importações do setor tiveram excepcional crescimento de 270%, entre 2002 e meados de 2008. Como o Brasil ainda tem déficit comercial em petróleo e combustíveis, essa alta conteve a melhora nos termos de troca do país.

Um fator menos mencionado que contribuiu para a melhora dos termos de troca e do saldo comercial foi o aumento maior

**Gráfico 5**  
**Índices de Preços do Comércio Mundial e das Exportações Brasileiras**  
**de Metais e Metalurgia**  
**(2002 = 100)**



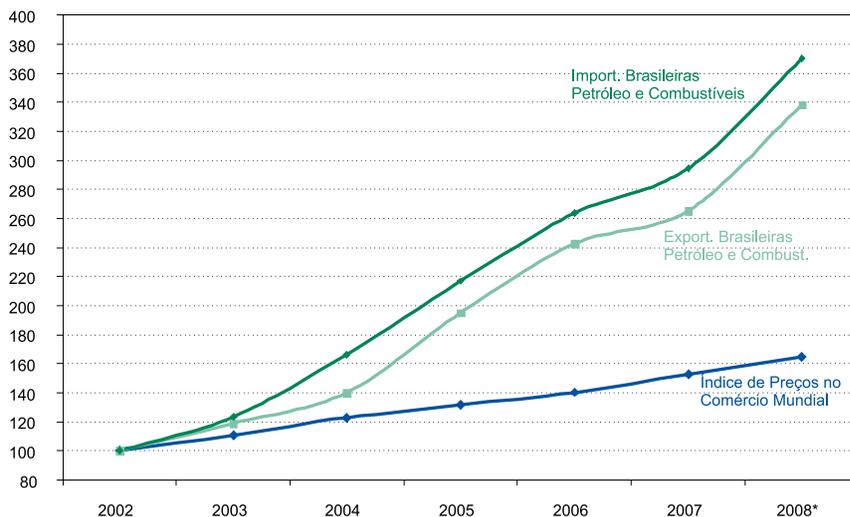
Fonte: Elaboração própria, com base em dados de Secex, Funcex, WTO e Reuters.  
 \* De julho de 2007 a junho de 2008.

dos preços das exportações (40%), em relação ao das importações (32%), nos setores *não-commodities*, entre 2002 e meados de 2008. Em veículos automotores, por exemplo, os preços exportados cresceram 43%, contra uma alta de 32% no caso dos importados. As explicações para esse desempenho vão desde a capacidade das empresas nacionais de repassar parte da valorização do câmbio para seus clientes estrangeiros até a melhoria na qualidade e maior agregação de valor aos produtos, como forma também de compensar a mudança no câmbio.

### Comentários Finais

Há mais de dez anos, o comércio exterior brasileiro tem apresentado um padrão de comportamento estável, no qual o

## Gráfico 6 Índices de Preços do Comércio Mundial e das Exportações e Importações Brasileiras de Petróleo e Combustíveis (2002 = 100)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de Secex, Funcex, WTO e Reuters.

\* De julho de 2007 a junho de 2008.

setor de *commodities* tem sido decisivo para elevar o superávit comercial brasileiro. Trata-se de um setor com peso relevante nas exportações e pouca importância nas importações.

Nesse período, houve forte crescimento da dependência do saldo comercial brasileiro em relação ao desempenho em *commodities*. Essa dependência vem suscitando preocupações quanto a uma eventual deterioração dos preços desses produtos.

Este estudo minimiza essas preocupações. O aumento da contribuição das *commodities* para o saldo comercial tem ocorrido sem mudanças significativas na participação desses bens nas exportações brasileiras, ao passo que a melhora nos termos de troca do país foi pequena.

O efeito de uma eventual mudança nos preços relativos de exportação de *commodities* sobre o saldo comercial depende de qual *commodity* estaria caindo de preços. Nos últimos quatro anos, o principal aumento nas cotações foi nos preços das importações brasileiras de petróleo e combustíveis. A queda desses preços, portanto, melhoraria o saldo comercial. Vale observar que, com as recentes descobertas de jazidas de petróleo, existe a possibilidade de o país tornar-se um importante exportador líquido no setor, a médio prazo, o que contribuiria para o aumento do saldo.

No agronegócio, os preços das exportações brasileiras tiveram crescimento muito inferior ao do índice médio internacional das *commodities* e pouco acima do índice geral de preços no comércio mundial. Portanto, teria de haver uma queda nos preços desses produtos em relação ao índice geral de preços no comércio mundial para que houvesse uma deterioração significativa no saldo comercial do país.

Um impacto mais relevante no saldo comercial de uma redução nos preços das *commodities* poderia vir, particularmente, de uma queda nos preços de metais e metalurgia, que subiram significativamente nos últimos anos. São setores, no entanto, que vêm se destacando em termos de investimentos, com projetos direcionados para exportação. Com base em investimentos mapeados pelo BNDES, a projeção é de dobrar capacidade produtiva na siderurgia, entre 2008 e 2014, e de aumentar em 60% a produção de minério de ferro, entre 2008 e 2012. Assim, mesmo com uma queda nos preços, as exportações devem continuar elevadas, por conta do aumento em *quantum*.

No que tange aos produtos *não-commodities*, esses setores têm conseguido compensar parte da valorização do câmbio, com a elevação dos preços de exportação. O aumento no déficit comercial advém da significativa expansão do mercado interno. Vale observar que esse grupo concentra segmentos cuja demanda interna cresce mais fortemente com o crescimento da renda doméstica e do crédito.

Em suma, as perspectivas quanto ao saldo comercial estão menos relacionadas a uma eventual reversão dos preços internacionais

de *commodities* e mais ao desempenho da economia doméstica. Nesse caso, um eventual agravamento das contas externas pode ser mais bem administrado por meio de políticas públicas, particularmente aquelas voltadas para o desenvolvimento industrial.



## Queda de Preços das *Commodities*: O Brasil Tem o que Temer?

Gilberto Rodrigues Borça Junior  
Marcelo Machado Nascimento\*  
Setembro de 2008

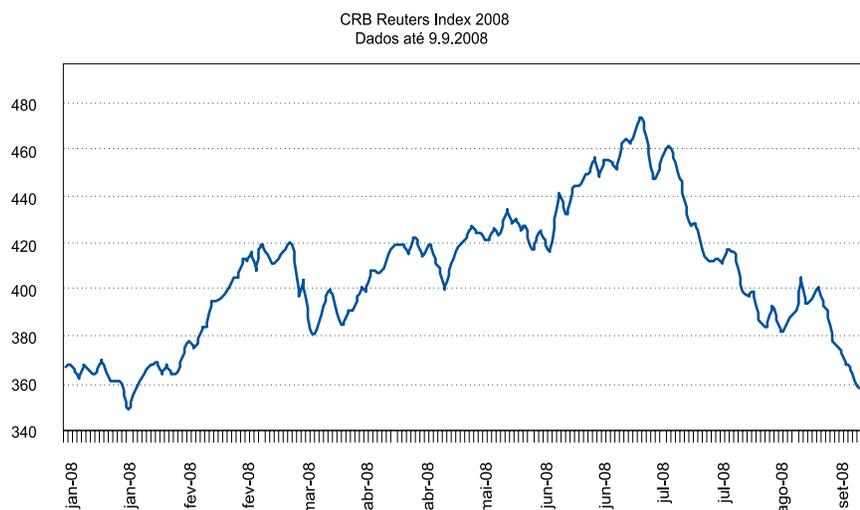
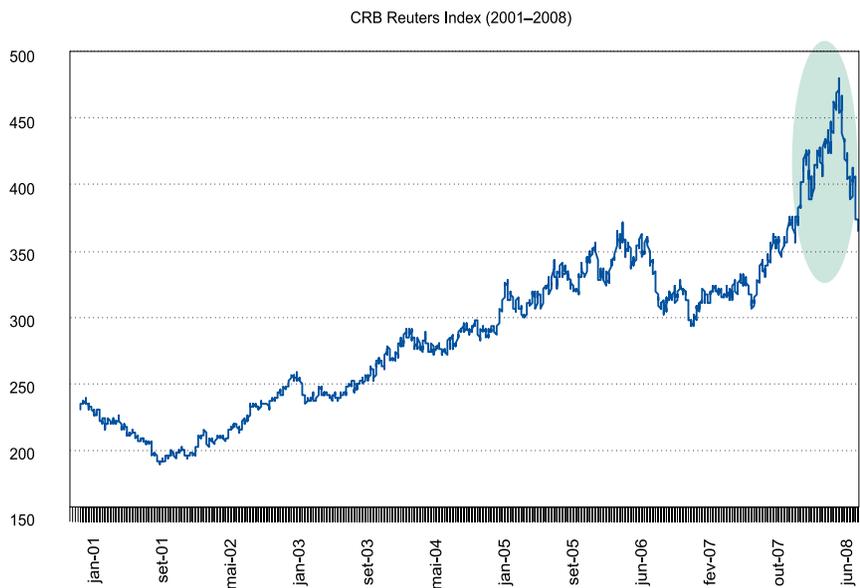
Desde 2004, a economia brasileira vem experimentando um bom desempenho, com taxas de crescimento do PIB muito maiores do que a média de 1981 a 2003. Entre os fatores apontados como determinantes dessa mudança, destaca-se a redução da vulnerabilidade externa, viabilizada, em boa medida, pelo acúmulo de elevados superávits comerciais em um ambiente mundial de ampla liquidez e forte crescimento econômico.

Os elevados saldos da balança comercial brasileira, por sua vez, têm sido creditados, em grande parte, à melhoria dos termos de troca no comércio exterior do Brasil – aumentos superiores dos preços de exportação *vis-à-vis* aos de importação. No caso, esses ganhos são decorrentes do aumento dos preços internacionais das *commodities*. De fato, conforme mostra o Gráfico 1, os preços internacionais de diversos produtos básicos – agrícolas, metálicos e petróleo – apresentaram uma trajetória de elevação quase contínua desde 2001. Essa percepção deve-se, também, à elevada participação desses produtos na pauta exportadora brasileira, que, dependendo do critério utilizado, pode atingir cerca de 60% do total.

---

\* Economistas e gerentes do Departamento de Acompanhamento Econômico da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (DAE/APE).

**Gráfico 1**  
**Índice CRB Reuters de Preço das Commodities 2001–2008**  
**(Valores Equivalentes em US\$ Correntes)**



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do CRB.

Nos últimos dois meses – entre julho e setembro –, iniciou-se um processo de correção desses preços. A queda já atingiu 20%. Por esse motivo, emergiram preocupações quanto aos possíveis danos que a continuidade desse movimento descendente de preços pudesse infligir às contas externas e ao crescimento econômico brasileiro. Frente a esse quadro, neste número do *Visão do Desenvolvimento*, não apenas avaliamos o ganho sobre as contas externas gerado pela evolução dos preços das *commodities* nos últimos anos, mas também estimamos o impacto sobre o saldo comercial brasileiro de 2007 caso os preços dos produtos básicos convirjam para cenários mais desfavoráveis.

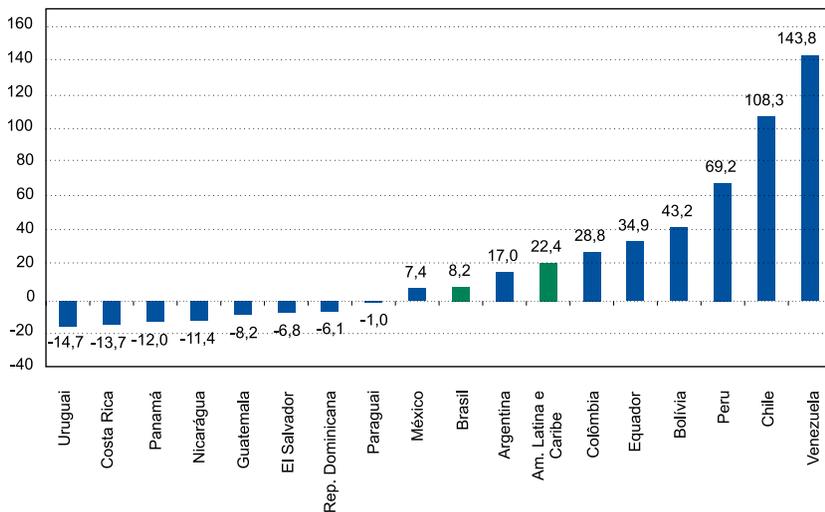
### Os Ganhos Recentes com os Termos de Troca

O Gráfico 2 mostra os ganhos relativos dos termos de troca das principais economias da América Latina e do Caribe em 2007, tendo como base o ano de 2001. Observa-se que, nesse período, a economia brasileira foi beneficiada, com uma alta acumulada de 8,2%. Essa melhoria foi muito pequena quando comparada à de outros países. Venezuela e Chile, por exemplo, economias cujas pautas de exportação são muito concentradas em algumas *commodities* – no caso, petróleo e cobre, respectivamente –, obtiveram ganhos de 143,8% e 108,3%. Isso significa que essas duas economias estão muito mais expostas do que o Brasil a uma redução de preços de seus principais produtos primários de exportação.

Deve-se destacar também que a melhoria dos termos de troca do Brasil (8,2%) foi bem inferior à média das economias da América Latina e do Caribe (22,4%). Isso se deve ao fato de que houve, também, forte elevação dos preços de algumas *commodities* de que o Brasil é importador líquido, particularmente o petróleo, contribuindo para que o ganho em termos de preços relativos fosse bastante moderado.

Assim, diferentemente de outros países latino-americanos, a elevação do saldo comercial brasileiro entre 2001 e 2007 se deve, principalmente, ao crescimento de 78,5% do *quantum* exportado.

**Gráfico 2**  
**Variação dos Termos de Troca das Principais Economias da América Latina**  
**e do Caribe entre 2001 e 2007**  
**(Em %)**



Fonte: *Elaboração própria, com base em dados da Cepal (2007).*

Esse resultado foi obtido em um período no qual foi preservado o grau de diversificação das exportações, apesar da apreciação cambial. Isso evidencia que o benefício sobre o comércio exterior brasileiro adveio não somente do aumento da demanda internacional por produtos primários, mas também da boa competitividade das empresas de alguns setores da indústria brasileira.<sup>1</sup>

Do ponto de vista de sua pauta comercial, é fato que o Brasil tem um superávit estrutural no comércio internacional de produtos primários. Trata-se de um grande exportador de minério de ferro, carnes, soja e diversos outros produtos agrícolas. Por esse motivo, algumas avaliações tendem a superestimar os riscos decorrentes de uma queda continuada dos preços das *commodities* na redução do saldo comercial brasileiro.

<sup>1</sup> Ver Puga (2006), *Visão do Desenvolvimento*, n. 1.

Esse tipo de análise muitas vezes negligencia o peso que os produtos básicos também têm nas importações brasileiras. Trigo, cobre, petróleo e gás natural, que responderam, em 2007, por 13,4% do total das importações do país, são algumas das *commodities* que também experimentaram consideráveis aumentos de preços nos últimos anos, contribuindo negativamente para o saldo comercial.

### Impactos da Queda de Preços das *Commodities* para o Comércio Exterior Brasileiro

Para avaliar o impacto sobre a pauta comercial brasileira de possíveis alterações nos preços das *commodities*, consideramos dois cenários para a evolução dos preços de produtos básicos. O primeiro representa uma situação de *stress*, na qual esses preços retornam aos níveis médios de 2004. Esse ano foi escolhido por anteceder à alta mais acentuada dos produtos agrícolas e de alguns metais. Isso implicaria uma queda de 38% do índice CRB Reuters frente à sua média em junho de 2008 – pico histórico.

O segundo cenário combina as projeções do Banco Mundial para o preço médio de minério de ferro, petróleo e gás natural entre 2008 e 2010,<sup>2</sup> com a preservação dos preços de 2004 para os produtos agrícolas e demais *commodities*. Os resultados das simulações estão sintetizados na Tabela 1 e refletem o impacto sobre a estrutura da balança comercial de 2007.

No primeiro cenário, com o retorno dos preços aos patamares médios de 2004, a redução do superávit comercial alcançaria US\$ 10,8 bilhões, ou seja, pouco mais de 25% do saldo comercial brasileiro de 2007 – US\$ 40 bilhões. As *commodities* em que o Brasil apresenta resultado deficitário contribuiriam, nesse contexto, positivamente para a *performance* do comércio exterior, atingindo o montante de US\$ 2,9 bilhões. Já aquelas com resultados superavitários teriam um impacto negativo de US\$ 13,6 bilhões.

---

<sup>2</sup> Na data desta publicação, a projeção mais recente do Banco Mundial fora divulgada em maio de 2008.

**Tabela 1**  
**Impactos da Variação dos Preços das Principais Commodities Brasileiras**

<i>Commodities</i>	1º Cenário – Retorno aos Preços de 2004		2º Cenário – Preços Esperados Banco Mundial	
	Impacto no Saldo Comercial (Em US\$ Bilhões) (A)	Variação dos Preços das Commodities (Em %) (B)	Impacto no Saldo Comercial (Em US\$ Bilhões) (C)	Variação dos Preços das Commodities (Em %) (D)
<b>Produtos com Déficit</b>	<b>2,9</b>	<b>-36,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-3,2</b>
Cobre	0,0	-59,8	0,0	-59,8
Gás Natural	0,8	-53,9	-0,4	27,6
Petróleo	1,3	-42,7	-1,3	43,0
Trigo	0,6	-38,5	0,6	-38,5
Carne de Origem Suína	0,1	11,5	0,1	11,5
<b>Produtos com Superávit</b>	<b>-13,6</b>	<b>-23,8</b>	<b>-7,4</b>	<b>-18,5</b>
Minério de Ferro	-7,8	-73,0	-1,5	-14,5
Café	-1,2	-35,0	-1,2	-35,0
Milho	-0,6	-31,5	-0,6	-31,5
Madeira	-0,5	-26,3	-0,5	-26,3
Óleo de Soja	-0,4	-26,2	-0,4	-26,2
Açúcar	-1,2	-24,2	-1,2	-24,2
Álcool	-0,2	-15,0	-0,2	-15,0
Soja	-1,2	-12,8	-1,2	-12,8
Laranja (Inclusive Suco)	-0,2	-10,8	-0,2	-10,8
Carne Bovina	-0,1	-3,5	-0,1	-3,5
Carne de Frango e Outras Aves	-0,1	-3,1	-0,1	-3,1
<b>Resultado Total</b>	<b>-10,8</b>	<b>-27,8</b>	<b>-8,4</b>	<b>-13,7</b>

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do FMI, Secex, Bloomberg e CRB.

Observa-se que o impacto mais relevante, tanto no que diz respeito ao valor do saldo comercial quanto à variação dos preços, está relacionado aos eventos no mercado de minério de ferro.

Os preços dessa *commodity* têm uma característica particular. Por serem determinados em negociações contratuais entre as partes, não estão sujeitos à volatilidade das cotações diárias nos mercados, havendo uma tendência de que seus movimentos tenham maior estabilidade *vis-à-vis* aos de outras *commodities*. Outro ponto importante é que não se vislumbra, no curto e médio prazos, uma tendência acentuada de arrefecimento desses preços. O vigoroso processo de crescimento econômico de países como China e Índia, com crescentes investimentos em indústrias de base e infra-estrutura, proporciona uma demanda externa por minério de ferro em forte expansão, sustentando seus preços em níveis elevados.

Por outro lado, no primeiro cenário, os preços do petróleo e gás natural tornam-se inferiores à média de 2007, gerando um impacto positivo sobre o saldo comercial. Entretanto, de uma perspectiva mais conservadora, seria prudente ou até realista, no caso dessas *commodities*, utilizar preços que reflitam melhor as expectativas do mercado. Nesse sentido, no segundo cenário, utilizamos as previsões consideradas pelo Banco Mundial para minério de ferro, petróleo e gás natural.

Como resultado, o impacto negativo sobre a balança comercial ficaria reduzido a US\$ 8,4 bilhões. Ou seja, considerando as quantidades importadas e exportadas de *commodities* de 2007 e preços realistas para minério de ferro, petróleo e gás natural, este seria o impacto causado por uma queda acentuada nos preços dos produtos agrícolas e demais *commodities*.

Finalmente, devem-se tecer duas considerações acerca dos possíveis efeitos sobre o *quantum* provenientes das variações de preço das *commodities*, os quais não foram quantificados nos resultados da Tabela 1. De um lado, em função da importância do minério de ferro e dadas suas perspectivas de demanda, consideraram-se, como opção conservadora, variações nulas em suas quantidades exportadas. Os contratos de exportação de minério de ferro estabelecem condições relativamente inflexíveis de volume e reajustes periódicos de preços com base em negociações anuais. De outro lado, estatisticamente, é pouco significativa a

elasticidade do *quantum* exportado em função de variações nos preços. As exportações de produtos básicos respondem, de forma preponderante, à demanda internacional.

## Conclusão

Nos últimos anos, a economia brasileira foi favorecida pelo movimento de alta dos preços internacionais das *commodities*. Entretanto, entre 2001 e 2007, analisando-se os dados relativos da evolução dos termos de troca de um conjunto selecionado de países, nota-se que esse benefício não foi tão acentuado.

A partir de julho de 2008, os preços das *commodities* sofreram uma queda acentuada, o que despertou temores sobre a continuidade dos saldos comerciais brasileiros. Os exercícios realizados mostram que, mesmo em uma condição extremamente desfavorável, com o retorno dos preços ao patamar médio de 2004, o impacto, ainda que significativo, não comprometeria mais do que US\$ 10,8 bilhões, ou seja, pouco mais do que 25% do superávit comercial brasileiro de 2007.

Esse percentual, no entanto, deriva de um cenário amplamente pessimista, com o saldo comercial em minério de ferro representando não somente parte substancial da deterioração – US\$ 7,8 bilhões entre os US\$ 10,8 bilhões –, mas também da redução de preços – 73%, como mostra a Tabela 1.

Em um cenário mais realista, no qual os preços do minério e do petróleo, ainda que apresentando queda frente aos valores de 2008, preservam-se elevados, o resultado muda substancialmente. O impacto sobre o saldo comercial em *commodities* é reduzido para US\$ 8,4 bilhões, com o minério de ferro passando a representar apenas US\$ 1,5 bilhão dessa perda.

Os valores encontrados, ainda que representem uma perda relevante para o saldo comercial, estão longe de serem alarmantes. Isso deriva basicamente de dois fatores. Em primeiro lugar, o benefício do recente aumento de preços de *commodities* foi moderado para o saldo comercial brasileiro. Em segundo lugar, as perspectivas para a trajetória do preço, bem como para a quan-

tidade exportada, do minério de ferro são relativamente menos voláteis do que para outras *commodities*.

Ainda que as *commodities* tenham uma elevada participação nas exportações do país, é preciso estar atento para a relevância de alguns produtos básicos de que o Brasil é importador líquido. Nos últimos anos, essas mercadorias tiveram fortes majorações de preços – como é o caso de petróleo, trigo e cobre. Nesse sentido, deve-se relativizar os resultados decorrentes de uma redução de preço das *commodities*, enfatizando-se que, embora alguma perda em termos de saldo comercial possa ocorrer no futuro próximo, seus impactos não comprometerão a trajetória de crescimento dos investimentos e da economia em curso desde 2004.



# Finanças Públicas e Política Fiscal

---



# A Política Fiscal não Exerce Pressão sobre a Demanda

Beatriz Barbosa Meirelles\*

Novembro de 2008

A taxa real de investimento cresce no Brasil há quatro anos consecutivos, fenômeno que não ocorria desde o início da década de 1970. O aumento persistente do investimento indica que a economia brasileira pode retomar a trajetória de crescimento de longo prazo mais elevada, interrompida nas décadas de 1980 e 1990. No entanto, a aceleração da demanda doméstica, no último ano, suscitou preocupação quanto a uma possível pressão sobre a inflação e sobre a balança comercial.

A crítica comum centra o problema na condução da política fiscal. Embora as contas públicas estejam em trajetória de ajuste – elevado superávit primário e déficit nominal próximo de zero –, argumenta-se que o gasto do governo é alto e cresce em ritmo elevado, o que contribuiria para a pressão sobre preços e para a deterioração das contas externas. A saída para essa situação seria maior austeridade fiscal como alternativa à política monetária para frear a demanda.

Este número do *Visão do Desenvolvimento* pretende mostrar que, ao contrário do diagnóstico acima, o governo tem exercido impacto contracionista sobre o ritmo de crescimento da demanda agregada. A primeira seção mostra a trajetória do consumo do governo em proporção ao PIB, comparando-a a uma amostra de 14 países em desenvolvimento. Na segunda seção, o impacto do governo sobre a demanda agregada é medido com base no indicador de impulso fiscal desenvolvido por Sheetal K. Chand

---

\* Economista e técnica do Departamento de Acompanhamento Econômico da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (DAE/APE).

(1977 e 1991) e usado no *World Economic Outlook*, do Fundo Monetário Internacional (FMI).<sup>1</sup>

## O Consumo do Governo: Trajetória e Comparações Internacionais

Desde 2003, a participação do consumo do governo no PIB a preços constantes caiu de forma contínua e, no primeiro semestre de 2008, encontrava-se no menor nível desde 1990. Os

**Tabela 1**  
**Variação do Consumo do Governo em % do PIB – A Preços de 1990**

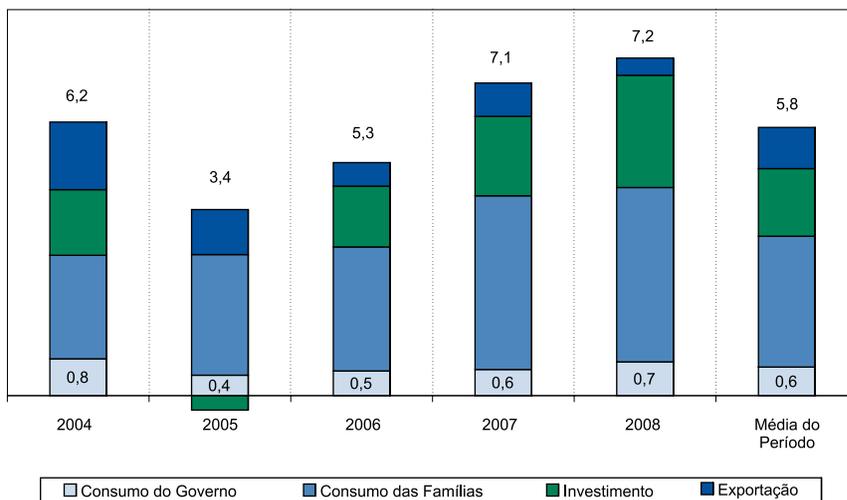
	Variação em p.p. do PIB	
	1990–2007	2003–2007
Rússia	-2,6%	-2,9%
<b>Brasil</b>	<b>-2,3%</b>	<b>-0,9%</b>
Chile	-2,2%	0,2%
Argentina	-2,0%	-1,5%
Venezuela	-1,8%	-1,5%
México	-1,8%	-0,6%
Coréia	-1,3%	0,1%
Índia	-1,2%	-0,2%
África do Sul	-1,2%	0,1%
Turquia	-0,7%	-0,9%
Peru	-0,5%	-0,3%
China	0,1%	-0,3%
Tailândia	0,3%	0,7%
Malásia	1,0%	0,2%
Colômbia	7,5%	-0,8%
<b>Média</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-0,6%</b>

Fonte: Elaboração da APE, com base em dados da United Nations Statistics Division.

Nota: Série brasileira ajustada pela APE para a nova série do PIB.

<sup>1</sup> Os cálculos expostos neste trabalho foram realizados antes da revisão das contas nacionais trimestrais de 2006 e 2007. A revisão alterou alguns aspectos da análise mas não sua tese central.

## Gráfico 1 Contribuição para o Crescimento da Demanda (Acumulado em 12 Meses)



Fonte: Elaboração própria, com base nas Contas Nacionais – IBGE.

dados da Organização das Nações Unidas (ONU) – ver Tabela 1 – mostram que o Brasil foi o segundo país com maior redução do consumo do governo em proporção ao PIB entre 1990 e 2007, perdendo apenas para a Rússia. Enquanto o consumo do governo nos países da amostra caiu em média 0,6% do PIB nesse período, a redução no caso brasileiro foi de 2,3% do PIB. Vale notar que 40% desse ajuste ocorreu nos últimos quatro anos.

Além de crescer abaixo do PIB, o consumo do governo teve um peso muito baixo no crescimento da demanda agregada. Entre 2004 e junho de 2008, representou apenas 11% – ou 0,6 p.p. do PIB – dos 5,8% de crescimento médio anual da demanda agregada no período (Gráfico 1).

### Impulso Fiscal: Impacto do Governo no Excesso de Demanda Agregada

Entre 2003 e 2006, o nível de utilização da capacidade produtiva da indústria (NUCI) oscilou em torno de 80,4%. Desde

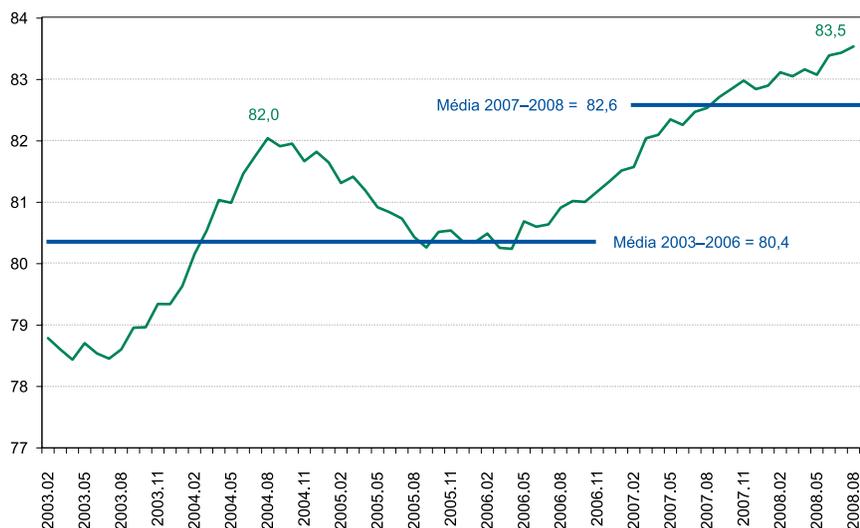
o início de 2007, o NUCI vem aumentando consideravelmente, atingindo 83,5% em agosto de 2008 – o pico da série histórica iniciada em 2003 (Gráfico 2).

Argumenta-se que a recente pressão sobre a capacidade produtiva pode ter contribuído para a aceleração da inflação e para a deterioração da balança comercial em 2008. Mais ainda, destaca-se a política fiscal, especificamente o consumo do governo, como uma variável relevante para o desequilíbrio.

O indicador de impulso fiscal, desenvolvido por Sheetal K. Chand (1977 e 1991) e usado no *World Economic Outlook* do Fundo Monetário Internacional, procura medir a contribuição do governo para a diferença entre o ritmo de crescimento da oferta e da demanda agregada. Para tanto, o indicador é formado pela soma de dois impactos:

a) *Impacto direto*: demanda governamental por bens e serviços, que ocupa capacidade produtiva de forma direta. Aqui,

**Gráfico 2**  
**Nível de Utilização da Capacidade Produtiva da Indústria – Dessazonalizado**



Fonte: Confederação Nacional da Indústria.

são considerados apenas o investimento do governo – demanda por bens de capital e construção civil – e o consumo do governo – demanda por bens de consumo e gastos com pessoal. Os gastos com transferências, como os juros sobre a dívida pública, previdência e Bolsa Família, não estão aqui incluídos. Se a demanda governamental por bens e serviços cresce em ritmo mais acelerado que a capacidade de produção (produto potencial), a política fiscal contribui para o desequilíbrio entre o ritmo de crescimento da oferta e da demanda agregada, exercendo efeito expansionista (impulso fiscal positivo).

*b) Impacto indireto:* receita fiscal líquida de transferências – como despesa com juros, previdência e Bolsa Família –, que afeta a renda disponível das famílias e, portanto, as decisões de consumo privado. Se a receita fiscal líquida cresce mais rápido que o PIB, a política fiscal exerce efeito contracionista (impulso fiscal negativo), pois diminui o ritmo de crescimento da renda disponível das famílias e, portanto, contribui para a desaceleração do consumo privado.<sup>2</sup>

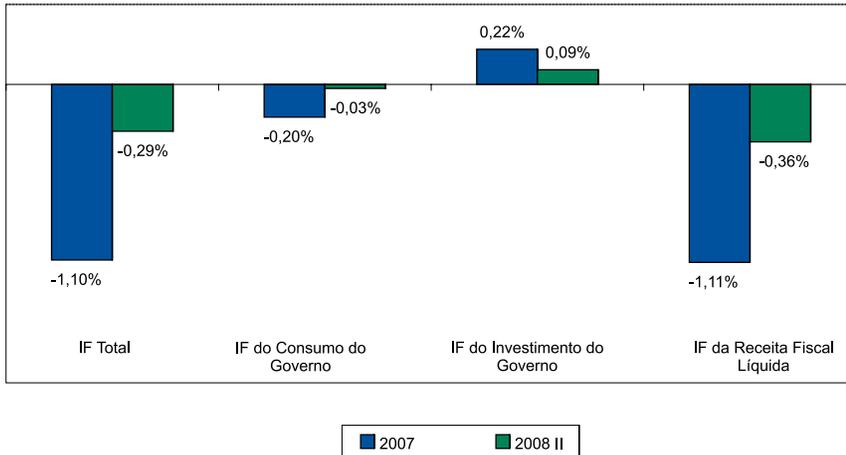
De forma sumária, o impulso fiscal pode ser definido como o resultado líquido desses dois impactos. Ao contrário do senso comum, o impulso fiscal – computadas as três esferas sem estatais – foi contracionista no período de maior pressão sobre a capacidade produtiva. Em 2007, o impulso fiscal foi negativo em 1,10% do PIB e, no acumulado em 12 meses até junho de 2008, foi contracionista em 0,29% do PIB (Gráfico 3).

O crescimento da receita fiscal líquida à frente do PIB foi o principal responsável por esse resultado e se deveu, principalmente, ao crescimento da carga tributária e de outras receitas governamentais. Vale destacar, no entanto, que o déficit da previdência e o pagamento líquido de juros também exerceram efeito contracionista importante nos dois períodos, que foi mais

---

<sup>2</sup> Abstraindo-se os efeitos distributivos da tributação e das transferências sobre a propensão a consumir média. Dado o elevado peso dos tributos indiretos na carga global e o elevado peso dos juros nas transferências, é possível que o resultado líquido seja regressivo, o que seria uma contribuição adicional para a desaceleração do consumo privado.

**Gráfico 3**  
**Impulso Fiscal em % do PIB**



Fonte: *Elaboração própria.*  
*Consumo do governo – Contas Nacionais Trimestrais (IBGE).*  
*Investimento do governo – Contas Nacionais (IBGE), Consolidação das Contas Públicas (STN) e Perspectivas do Investimento (BNDES).*  
*Receita fiscal líquida – resíduo com base no déficit nominal do setor público sem estatais (Banco Central do Brasil).*  
*Crescimento do PIB potencial – (4,1% em 2007 e 4,2% de jul./2007 a jun./2008) Pastore, A. C.; Pinotti, M. C.; Almeida, L. P. “Crescimento, contas correntes e política fiscal”. XX Fórum Nacional, maio de 2008.*

que compensado pelo expansionismo das demais transferências ao setor privado (Tabela 2).

Embora o crescimento da receita fiscal líquida seja o grande responsável pelo impulso fiscal negativo, o consumo do governo também foi contracionista no período em 0,20% e 0,03% do PIB, respectivamente. O grande comportamento expansionista da demanda governamental por bens e serviços foi o do investimento, que cresceu à frente do PIB potencial, exercendo impulso fiscal positivo da ordem de 0,22% e 0,09%. Enquanto o consumo do governo é contracionista, o investimento da administração pública vem crescendo em ritmo elevado, o que reduz dinamicamente a pressão sobre preços e a balança comercial (Gráfico 3).

**Tabela 2**  
**Composição do Efeito Contracionista da Receita Fiscal Líquida**

	2007	jul./2007 a jun./2008
	Impulso Fiscal (Em %)	Impulso Fiscal (Em %)
<b>Receita Fiscal Líquida</b>	<b>-1,11</b>	<b>-0,36</b>
<b>Receita Fiscal Bruta sem Previdência</b>	<b>-1,62</b>	<b>-2,00</b>
Carga Tributária Bruta sem Previdência	-0,96	-1,16
Outras Receitas sem Previdência	-0,66	-0,84
<b>Transferências</b>	<b>0,51</b>	<b>1,64</b>
Déficit da Previdência	-0,05	-0,24
Pagamento Líquido de Juros	-0,67	-0,21
Bolsa Família	0,01	0,01
Outras Transferências	1,22	2,08

Fonte: *Elaboração própria.*

*Receita fiscal bruta – Contas Consolidadas (Secretaria do Tesouro Nacional).*

*Carga tributária – Estimativa de José Roberto Afonso com base na metodologia descrita em Afonso, J. R. & Meirelles, B. B. Carga tributária global no Brasil, 2000/2005: Cálculos revisitados. NEPP/Unicamp, mar. 2006.*

*Déficit da Previdência e pagamento líquido de juros - Banco Central do Brasil*

*Outras transferências – resíduo com base no déficit nominal do setor público sem estatais (Banco Central do Brasil).*

## Considerações Finais

Nos últimos quatro anos, a economia brasileira retomou a trajetória de crescimento abortada nas décadas de 1980 e 1990. A taxa de investimento cresceu continuamente nesse período, contribuindo para o crescimento da capacidade de produção. Mesmo assim, a recente aceleração da inflação e a deterioração da balança comercial podem sinalizar um desequilíbrio entre o ritmo de crescimento da demanda e da oferta. Nesse contexto, tem-se defendido que os gastos do governo, principalmente o consumo, cresceram em ritmo elevado e contribuíram de forma relevante para esse desequilíbrio.

No entanto, o indicador de impulso fiscal, que mede o impacto da política fiscal sobre o excesso de demanda agregada, mostra que entre janeiro de 2007 e junho de 2008, período de maior pressão sobre a capacidade produtiva, a política fiscal no

Brasil foi contracionista. Para tal, contribuiu não apenas o crescimento da carga tributária e de outras receitas governamentais, como também o baixo crescimento relativo do consumo do governo e de algumas transferências ao setor privado – déficit da previdência e gasto líquido com juros.

O consumo do governo, especificamente, caiu em proporção ao PIB de forma contínua desde 2003 e, mais ainda, caiu de forma mais intensa do que na maioria dos países em desenvolvimento. O investimento do governo, por outro lado, vem crescendo acima do PIB potencial, o que contribui para um crescimento sustentado mais elevado.

# Expansão do Emprego Formal Pressiona Recursos do FAT

Beatriz Barbosa Meirelles\*

Julho de 2008

**H**á vinte anos não se vêem no Brasil indicadores de emprego tão positivos. Desde meados de 2004, foram criados mais de 5,6 milhões de empregos formais, contra 2,7 milhões nos quatro anos anteriores. Neste cenário, seria de esperar que houvesse uma redução dos gastos com o seguro-desemprego. Surpreendentemente, vem ocorrendo o fenômeno inverso: nos últimos três anos, os desembolsos com o seguro-desemprego cresceram a uma taxa real média de 15,5% ao ano – saltando de R\$ 8,3 bilhões, em 2004, para R\$ 12,8 bilhões, em 2007 –, ao mesmo tempo em que a taxa de desemprego caiu de 11,5% para 9,3%.

A aceleração dos gastos com o seguro tem gerado desequilíbrio no Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), constituído com recursos tributários. Desde a criação do fundo, em 1988, sua arrecadação tem superado as despesas, permitindo que os recursos excedentes fossem aplicados em bancos federais, principalmente no BNDES, e usados para financiar investimentos públicos e privados. Nos últimos três anos, esses excedentes têm diminuído expressivamente e há previsões de um possível déficit operacional a partir de 2010.

O agravamento do desequilíbrio financeiro do FAT pode comprometer programas sociais essenciais. Mais ainda, representa importante restrição ao financiamento de novos projetos industriais e de infra-estrutura, particularmente em um momento de aceleração do investimento.

---

\* Economista e técnica do Departamento de Acompanhamento Econômico da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (DAE/APE).

O aumento das despesas com o seguro-desemprego é o principal motivo do menor superávit do FAT. No entanto, como é possível que o seguro-desemprego cresça tanto quando o mercado de trabalho atravessa a melhor fase dos últimos vinte anos? Esse aparente paradoxo é o tema deste número do *Visão do Desenvolvimento*.

## Mudanças no Mercado de Trabalho

Os gastos com o seguro-desemprego são determinados por três fatores: o número de mensalidades pagas ao desempregado, o valor dessas mensalidades e o número de desempregados assistidos.

Entre 2004 e 2007, o número médio de mensalidades manteve-se praticamente constante – em 4,2 –, indicando que não houve mudança relevante no tempo médio de assistência aos trabalhadores demitidos.<sup>1</sup> Portanto, esse fator não explica a redução verificada no superávit do FAT.

Em compensação, os outros dois determinantes tiveram uma contribuição forte positiva sobre os gastos com seguro-desemprego. Como se pode ver no Gráfico 1, o valor médio da mensalidade paga aos desempregados aumentou significativamente no período – na ordem de 6,0% ao ano –, por força dos aumentos reais do salário mínimo. Ao mesmo tempo, o contingente de desempregados assistidos cresceu de forma ainda mais intensa: 8,1% ao ano.

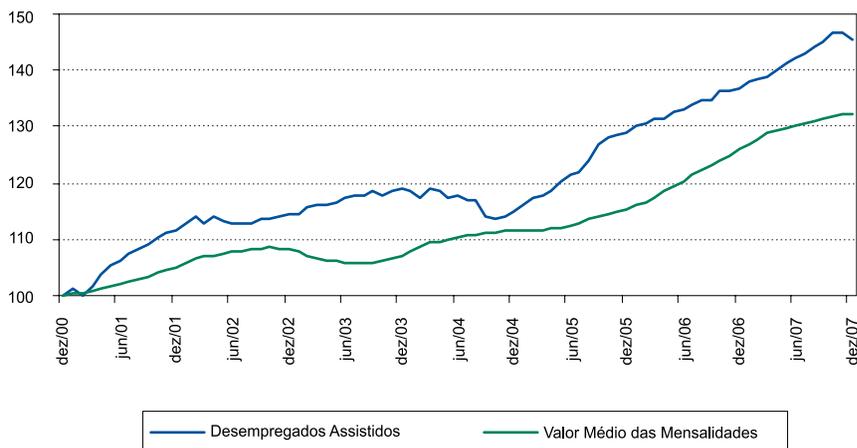
Como pode o número de desempregados assistidos pelo seguro-desemprego crescer tanto em um período de queda contínua da taxa de desemprego? Para compreender esse aparente paradoxo, é preciso ter em mente que o número de desempregados assistidos pelo FAT depende de dois fatores: o número de trabalhadores com carteira assinada (formais) – trabalhadores elegíveis ao seguro – e o percentual desses trabalhadores que foram demitidos sem justa causa.

---

<sup>1</sup> O número de mensalidades pode variar de três a cinco e depende do tempo de vínculo com carteira assinada nos últimos três anos.

### Gráfico 1

#### Evolução do Número de Desempregados Assistidos e do Valor Médio das Mensalidades (Média Móvel em 12 Meses)

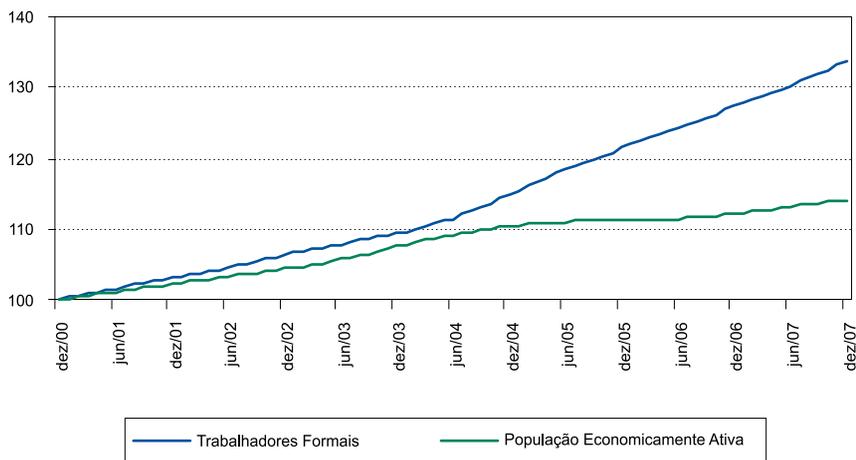


Fonte: Elaboração da APE, com base em dados da SAEG/MTE.

Até meados de 2004, o número de trabalhadores formais crescia quase na mesma proporção que a população economicamente ativa (PEA) – 3% ao ano. No entanto, entre 2004 e 2007, essa relação mudou. O número de trabalhadores formais passou a crescer 5% ao ano, dois pontos percentuais acima da PEA (Gráfico 2). Isso fez com que, de um lado, o desemprego total diminuísse, mas, de outro lado, possibilitou que crescesse mais rapidamente a população de empregados habilitados ao seguro-desemprego.

O segundo fator – o percentual de trabalhadores demitidos sem justa causa – está relacionado à taxa de rotatividade do mercado de trabalho e se expressa pela proporção entre os desempregados assistidos pelo seguro-desemprego e o número de trabalhadores formais. O Gráfico 3 mostra que essa proporção cresceu muito nos últimos três anos, mas em 2007 estava no mesmo patamar de 2002/2003 – isso porque houve entre junho de 2004 e junho de 2005 uma flutuação no indicador. Portanto, o aumento da rotatividade não pode ser a justificativa para a aceleração dos gastos com o seguro-desemprego entre esses dois períodos.

**Gráfico 2**  
**Evolução da População Economicamente Ativa e do Número de**  
**Trabalhadores Formais (Média Móvel em 12 Meses)**



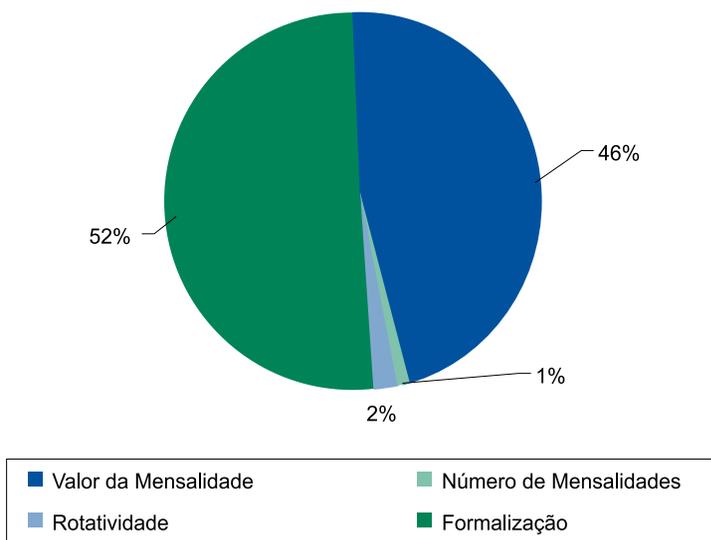
Fonte: Elaboração da APE, com base em dados do IBGE e Caged/MTE.

**Gráfico 3**  
**Proporção entre o Número de Desempregados Assistidos e o Número**  
**de Trabalhadores Formais (Média Móvel em 12 Meses)**



Fonte: Elaboração da APE, com base em dados da SAEG/MTE e Caged/MTE.

#### Gráfico 4 Composição do Crescimento dos Desembolsos com o Seguro-Desemprego entre 2002 e 2007



Fonte: Elaboração da APE, com base em dados da SAEG/MTE e Caged/MTE.

Finalmente, o Gráfico 4 mostra a participação dos diferentes determinantes no aumento dos gastos com o seguro-desemprego entre 2002 e 2007. Percebe-se que 52% do crescimento dos gastos com o seguro-desemprego foi originado pelo aumento do contingente de trabalhadores com carteira assinada e que 46% decorreu do reajuste da mensalidade do seguro-desemprego, ou seja, do salário mínimo. A rotatividade da mão-de-obra é um fator explicativo pouco relevante: respondeu por apenas 2% do total.

#### Considerações Finais

A aceleração dos gastos com o seguro-desemprego em um período de aquecimento da economia tem intrigado a opinião pública e comprometido o equilíbrio financeiro do FAT. Esse

paradoxo é freqüentemente interpretado como o resultado do elevado valor da indenização paga ao trabalhador pela demissão sem justa causa – em particular, a multa de 40% do FGTS. Tal benefício ao desempregado é visto como um prêmio que incentivaria os trabalhadores a forçar a demissão quando a economia está aquecida, já que o risco de não se recolocar no mercado é baixo.

A análise deste número do *Visão do Desenvolvimento*, com base em dados do Ministério do Trabalho, mostra uma realidade diferente. A explosão recente do gasto foi consequência de uma mudança estrutural e não de características institucionais do mercado de trabalho brasileiro. O crescimento real do salário mínimo e a formalização do mercado de trabalho foram os principais determinantes desse fenômeno. A importância da rotatividade da mão-de-obra, por sua vez, foi praticamente nula.

Tudo indica que estamos atravessando uma fase de ajuste, tanto em termos de formalização como de recuperação do poder de compra do salário mínimo, corroído nos períodos de alta inflação. Essas mudanças têm se refletido nos gastos com o seguro-desemprego, que tenderão a se estabilizar – em patamar mais alto que o histórico –, uma vez que o ajuste tenha se cumprido.

A formalização do mercado de trabalho e o ganho real do salário mínimo não podem ser sacrificados em função do equilíbrio financeiro do FAT. O crescimento recente dos gastos com o seguro-desemprego (e também com o abono salarial) é um efeito colateral de um ajuste estrutural necessário. O equilíbrio financeiro do FAT dependeria, então, de mudanças nas regras do seguro-desemprego – como o tempo de carência, o número de mensalidades – ou de medidas que aumentem o nível de receita do fundo.

# Nova Metodologia do Déficit Público Facilita Investimentos Públicos e Privados

Beatriz Barbosa Meirelles\*  
Setembro de 2008

A metodologia de cálculo dos indicadores de desempenho da política fiscal – dívida líquida do setor público (DLSP) e necessidades de financiamento do setor público (NFSP) – foi estabelecida há mais de vinte anos. Na época, o Brasil estava iniciando um período de baixo crescimento, determinado por severa restrição do balanço de pagamentos. Era o início da “crise da dívida externa”. Em consequência, os níveis de inflação tornaram-se galopantes e as contas públicas entraram em colapso.

A presença direta do Estado era muito maior que nos dias de hoje. Eram estatais, por exemplo, os setores de aço, telecomunicações e distribuição de energia e grande número de bancos comerciais. A segregação de contas e funções entre empresas estatais e administração direta era tênue e confusa.

A metodologia da DLSP e das NFSP foi elaborada para refletir a realidade da época. Apesar de seguir, de modo geral, os conceitos propostos pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), a versão brasileira sofreu algumas adaptações que, em princípio, buscaram refletir melhor o impacto dos gastos públicos sobre a demanda global. Em particular, decidiu-se considerar todas as empresas estatais no cálculo do déficit público, mesmo que não dependessem de recursos fiscais para financiar suas atividades correntes.

---

\* Economista e técnica do Departamento de Acompanhamento Econômico da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (DAE/APE).

Com isso, as despesas com investimentos da Petrobras em plataformas de petróleo e as da Eletrobrás em novas hidrelétricas, por exemplo, eram equiparadas aos gastos com salários dos funcionários públicos. Do mesmo modo, tratava-se a dívida dessas empresas com o sistema bancário nacional como se fosse o mesmo que o lançamento de novos títulos da dívida pública pela União. Havia, assim, um viés na metodologia que claramente penalizava os investimentos produtivos do setor público estatal.

Do mesmo modo, os bancos públicos, apesar de não serem incluídos no setor público para fins de cálculo do déficit, também são penalizados no que diz respeito a sua capacidade de expansão e atendimento ao setor privado. Isso porque, enquanto os dividendos pagos por essas instituições à União reduzem as NFSP, o aporte de capital é contabilizado como despesa corrente. Cria-se, assim, um viés anticapitalização desses bancos, o que limita, no tempo, sua capacidade de realizar novos empréstimos, mesmo que direcionados a empresas privadas.

Com o vigoroso ciclo de investimento em curso, essas limitações impostas às empresas e aos bancos públicos passaram a ser ainda mais disfuncionais. A dívida externa e a inflação elevada deixaram de ser problemas e as contas públicas apresentam, há muitos anos, elevados superávits primários, ou seja, desconsiderados os pagamentos a título de juros. A atual metodologia, portanto, já não atende ao cenário de um Estado financeiramente recuperado e a uma economia que necessita acelerar sua taxa de investimento.

Nesse cenário, o governo federal anunciou há poucas semanas que pretende modernizar a metodologia das contas públicas, adotando como base as sugestões de aperfeiçoamento propostas pelo FMI já em 2001.<sup>1</sup> Este número do *Visão do Desenvolvimento* pretende mostrar que a adoção desse novo marco conceitual terá um impacto benéfico tanto para o investimento público quanto para o privado. Mais ainda, que o impacto dessas alterações so-

---

<sup>1</sup> Metodologia já adotada na Austrália, Nova Zelândia, União Européia e Chile.

bre o valor dos indicadores fiscais, no que diz respeito às estatais federais, será provavelmente desprezível.

### **A Metodologia Atual: Viés Antiinvestimento e Viés Anticapitalização das Estatais Financeiras**

A atual metodologia de cálculo dos principais indicadores fiscais privilegia o conceito de liquidez do setor público. Assim, a dívida líquida do setor público (DLSP) é calculada pela diferença entre os passivos financeiros e os ativos financeiros do setor público consolidado. Já as necessidades de financiamento do setor público (NFSP) são a variação do estoque da dívida líquida, depois de contabilizados os ajustes patrimoniais.

A ênfase no conceito de liquidez acaba gerando um viés antiinvestimento, tanto para o governo como para as estatais produtivas – que, mesmo não dependendo do orçamento ou tendo capital misto, são ainda consideradas dentro do setor público nas estatísticas fiscais. Como os ativos não-financeiros – prédios, plataformas etc. – não são contabilizados, o investimento feito pelo setor público é considerado uma despesa corrente, aumentando, portanto, a DLSP e as NFSP.

Outra característica da atual metodologia é tratar as instituições financeiras públicas como se fossem entes privados. Com isso, o impacto desses bancos sobre os indicadores fiscais se restringe ao pagamento de dividendos ao governo, visto como uma receita fiscal. Em contrapartida, o aporte de capital pela União a essas empresas, que aumenta o patrimônio líquido, é visto como uma simples despesa. O resultado é um viés anticapitalização das instituições financeiras públicas (ver Tabela 1).

**Tabela 1**

**Metodologia Atual: Viés Antiinvestimento e Viés Anticapitalização das Estatais Financeiras**

	<b>METODOLOGIA ATUAL</b>	<b>PROBLEMAS</b>
Estatais Produtivas	São consideradas integrantes do setor público mesmo se não dependem de recursos orçamentários A compra de ativos reais é contabilizada como despesa	Viés antiinvestimento Investimento aumenta DLSP e NFSP
Estatais Financeiras	Estão fora do cálculo da dívida líquida (DLSP)	Viés anticapitalização Aporte de capital com ativos financeiros aumenta DLSP e NFSP Pagamento de dividendos reduz DLSP e NFSP

### A Nova Metodologia

A nova metodologia sugerida pelo FMI desloca a ênfase do conceito de liquidez para o conceito de patrimônio líquido, à semelhança da contabilidade utilizada pelo setor privado. Além dos ativos permanentes e dos passivos contingentes do governo, o patrimônio líquido das estatais, inclusive o dos bancos, passa a ser incorporado à DLSP e às NFSP, na proporção da participação acionária do governo nessas empresas. Com isso:

- a) todo o lucro dessas empresas passa a ser contabilizado como receitas, mesmo quando são retidos, ou seja, não são distribuídos ao governo na forma de dividendos;
- b) os aportes de capital nas estatais deixam de ser contabilizados como despesa; e
- c) os investimentos realizados pelas estatais produtivas ou pelo governo deixam de impactar negativamente os indicadores fiscais.

Em suma, a nova metodologia elimina o viés antiinvestimento sobre as estatais produtivas e o viés anticapitalização sobre os bancos públicos. Dessa forma, essas empresas poderão cumprir com mais facilidade e menor custo uma de suas tarefas

**Tabela 2**  
**Nova Metodologia: Soluções**

	<b>NOVA METODOLOGIA</b>	<b>SOLUÇÕES</b>
Estatais Produtivas	Passa a incorporar o patrimônio líquido e o lucro líquido das estatais produtivas na proporção acionária do governo	Fim do viés antiinvestimento Investimento não reduz o lucro líquido nem o patrimônio líquido, ou seja, deixa de impactar negativamente a DLSP e as NFSP
Estatais Financeiras	Passa a incorporar o patrimônio líquido e o lucro líquido das estatais financeiras na proporção acionária do governo	Fim do viés anticapitalização O aporte de capital deixa de impactar negativamente a DLSP e as NFSP O pagamento de dividendos deixa de impactar positivamente a DLSP e as NFSP

primordiais, que é sustentar os níveis de investimento não só do setor público – estatais produtivas – mas também do setor privado – estatais financeiras.

### O Impacto das Estatais Federais nos Principais Indicadores Fiscais

Com base em dados do Banco Central e do Departamento de Empresas Estatais do Ministério do Planejamento, simulou-se qual seria o impacto específico da nova metodologia sobre a DLSP e as NFSP.

No caso das estatais produtivas, a substituição da dívida líquida pelo patrimônio líquido – na proporção da participação acionária do governo – representaria uma redução de 0,8% do PIB no indicador de endividamento do setor público em 2006.<sup>2</sup> A inclusão do patrimônio líquido das estatais financeiras, por sua vez, representaria uma redução de 2,0% do PIB nesse indicador.

<sup>2</sup> Não há dados de patrimônio líquido para o conjunto de todas as estatais federais para 2007.

**Tabela 3**

**Impacto das Estatais Federais Não-Dependentes na Dívida Líquida do Setor Público**

REDUÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO DA ORDEM DE 2,8% DO PIB						
	Metodologia Atual		Nova Metodologia		Diferença	
	R\$ Bilhões	% do PIB	R\$ Bilhões	% do PIB	R\$ Bilhões	% do PIB
<b>Estatais Produtivas</b>	<b>-62,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-82,1</b>	<b>-3,4</b>	<b>-19,6</b>	<b>-0,8</b>
Petrobras			-32,0	-1,3		
Eletróbrás			-36,1	-1,5		
Demais			-14,0	-0,6		
<b>Estatais Financeiras</b>			<b>-47,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-47,7</b>	<b>-2,0</b>
BB			-14,9	-0,6		
Caixa	<b>Não</b>		-9,2	-0,4		
BNDES	<b>Entra</b>		-19,1	-0,8		
Demais			-4,6	-0,2		
<b>Total</b>	<b>-62,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>129,8</b>	<b>-5,4</b>	<b>-67,3</b>	<b>-2,8</b>

Fonte: Elaboração da APE, com base em dados do Banco Central e DEST/Ministério do Planejamento.

Nota: Cálculo restrito às estatais federais não-dependentes

**Tabela 4**

**Impacto das Estatais Federais Não-Dependentes no Resultado Fiscal pela Nova Metodologia (Em R\$ Bilhões Correntes)**

	2003	2004	2005	2006	2007*	Média
<b>Estatais Produtivas</b>						
Atual	7,8	14,6	14,2	18,0	16,2	14,2
Nova	1,9	4,1	7,4	9,2	7,6	6,1
<b>Diferença</b>	<b>-5,9</b>	<b>-10,6</b>	<b>-6,8</b>	<b>-8,8</b>	<b>-8,6</b>	<b>-8,1</b>
<b>% do PIB</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>
<b>Estatais Financeiras</b>						
Atual	1,4	1,8	3,8	6,1	4,4	3,5
Nova	5,0	5,7	9,0	13,6	13,9	9,5
<b>Diferença</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>5,2</b>	<b>7,6</b>	<b>9,5</b>	<b>5,9</b>
<b>% do PIB</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
<b>Total</b>						
Atual	9,2	16,5	18,0	24,0	20,7	17,7
Nova	7,0	9,8	16,4	22,8	21,6	15,5
<b>Diferença</b>	<b>-2,3</b>	<b>-6,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>-2,2</b>
<b>% do PIB</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>

Fonte: Elaboração da APE, com base em dados do Banco Central, DEST/Ministério do Planejamento e Balanço das Empresas.

Nota: Cálculo restrito às estatais federais não-dependentes.

\* Em 2007, o resultado das demais estatais financeiras e não-financeiras foi estimado.

No que tange aos fluxos, a substituição do conceito de variação da dívida líquida pelo lucro líquido na proporção acionária do governo representaria, na média entre 2003 e 2007, uma redução de 0,38% do PIB no superávit nominal das estatais produtivas. Por outro lado, essa redução seria quase totalmente compensada pelo crescimento de 0,28% do PIB no superávit nominal gerado pelas estatais financeiras – já que contribuiriam com o lucro líquido e não apenas com os dividendos distribuídos (ver Tabela 4).

### Considerações Finais

A nova metodologia sugerida pelo FMI, ao incorporar uma gama maior de ativos, representa de forma mais acurada a solvência do setor público. Com isso, a mudança na metodologia de contabilidade pública ora em curso representa um importante avanço no sentido de reduzir as restrições ao investimento público e privado.

No primeiro caso, o deslocamento do conceito de liquidez para o conceito de patrimônio líquido permite que o investimento público, realizado pelo governo ou por estatais, não mais seja contabilizado como despesa. No segundo caso, a incorporação do patrimônio líquido das estatais financeiras permite maior capitalização dessas instituições e, portanto, maior disponibilidade de recursos para o financiamento de longo prazo do investimento privado.

A redução das restrições ao investimento vem acompanhada de melhora nos indicadores fiscais, no que se refere ao impacto das estatais federais não-dependentes do orçamento. Estas contribuiriam com uma redução de 2,8% do PIB no indicador de endividamento do setor público em 2006 e teriam impacto praticamente neutro no déficit fiscal – aumento de 0,1% do PIB na média entre 2003 e 2007.



# Composição da Dívida Pública É Crucial para o Financiamento de Longo Prazo

André Albuquerque Sant'Anna  
Adriana Inhudes\*  
Novembro de 2008

No Brasil, os mecanismos de financiamento direto de longo prazo são pouco desenvolvidos, quando comparados aos de outros países. Em 2007, o estoque desses ativos (na sua maior parte, composto de debêntures) somava apenas 2,6% do PIB,<sup>1</sup> ao passo que a média internacional era de 10,8% do PIB, considerando-se 44 países que têm suas estatísticas divulgadas pelo Bank of International Settlements (BIS). Deve-se considerar, no entanto, que mercados de capitais em países desenvolvidos são comumente maiores e mais profundos em razão de diversas características, que vão desde a importância das respectivas moedas nacionais nas finanças internacionais até a existência de instituições mais apropriadas.

Entretanto, mesmo retirando-se da amostra os países de economia mais avançada, a posição relativa do Brasil ainda é deficiente. Considerando-se um conjunto de 15 países emergentes, o Brasil continua a apresentar uma baixa relação entre o estoque de financiamentos diretos e seu PIB.

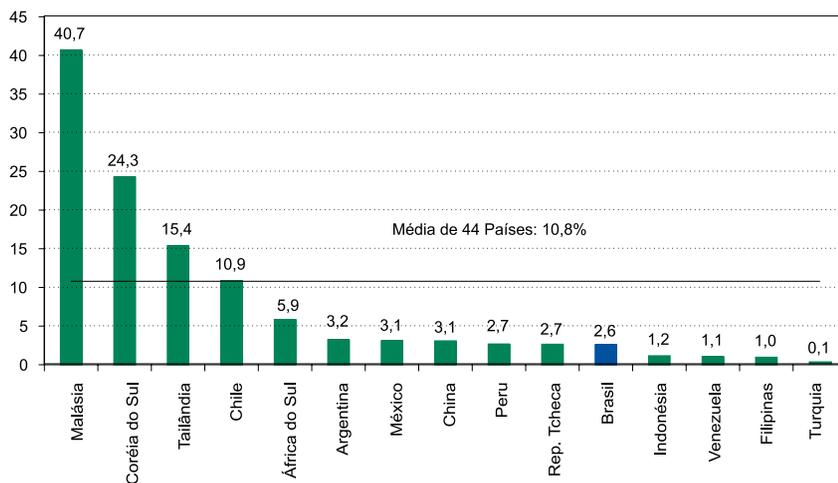
Conforme se vê no Gráfico 1, Chile, Malásia, Tailândia e África do Sul, países com nível de desenvolvimento próximo ao brasileiro, têm seus mercados de títulos privados mais desenvolvidos. Mesmo a Coreia do Sul, que durante anos teve forte participação

---

\* Economistas e, respectivamente, gerente e técnica do Departamento de Acompanhamento Econômico da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (DAE/APE).

<sup>1</sup> Para esse cálculo, as debêntures emitidas por empresas de *leasing* foram desconsideradas do estoque total.

**Gráfico 1**  
**Títulos Privados de Empresas Não-Financeiras/PIB (2007)**  
**(Em % do PIB)**



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BIS e Andima (para Brasil).

estatal no mercado de crédito, apresenta um indicador dez vezes superior ao brasileiro. Diante desse cenário, o que determina o baixo grau de financiamento direto às empresas no Brasil, a despeito do crescimento ocorrido nos últimos anos? Este número do *Visão do Desenvolvimento* enfoca o papel exercido pela dívida pública no desenvolvimento do mercado de capitais.

### Dívida Pública e Dívida Privada de Empresas Não-Financeiras

Em relatório publicado em 2007, intitulado *Living with debt*, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) discute o desenvolvimento dos mercados de dívida pública e privada na América Latina. O relatório aponta um papel importante da dívida pública no desenvolvimento do mercado de dívida privada. Isso porque títulos públicos estabelecem um referencial para a demanda por títulos privados no que diz respeito às suas características

gerais. A existência de um mercado de dívida pública gera uma infra-estrutura necessária para a comercialização dos títulos e estabelece um *benchmark* para o mercado privado.

Por outro lado, há argumentos em contrário, segundo os quais uma dívida pública excessivamente grande e com alta liquidez inibiria o desenvolvimento de um mercado privado, na medida em que criaria um desincentivo à compra de títulos privados.

Desse modo, para compreender o que determina o nível de desenvolvimento dos mercados de dívida privada, é preciso primeiro examinar a dívida pública em suas diversas dimensões, tais como: tamanho, estrutura, prazo e preço.

### *Tamanho da Dívida Pública*

Estudos empíricos que procuram analisar os determinantes do desenvolvimento dos mercados de capitais apresentam resultados não-concludentes a respeito do papel da dívida pública.<sup>2</sup> De fato, considerando-se o mesmo grupo de países emergentes do Gráfico 1, pode-se observar que não há uma relação clara entre dívida pública e privada. Enquanto alguns países com uma alta relação dívida pública/PIB, como Coréia do Sul, Malásia e Tailândia, possuem um mercado de dívida privada bem desenvolvido, outros, como República Tcheca, Brasil, Hungria e Venezuela, também com dívida pública grande, têm seus mercados de dívida corporativa privada ainda incipientes.

Portanto, o tamanho relativo da dívida pública em si não parece ser um determinante para o desenvolvimento do mercado privado. Isso nos leva a considerar outras características da dívida pública, a saber: taxa de juros e estrutura da dívida.

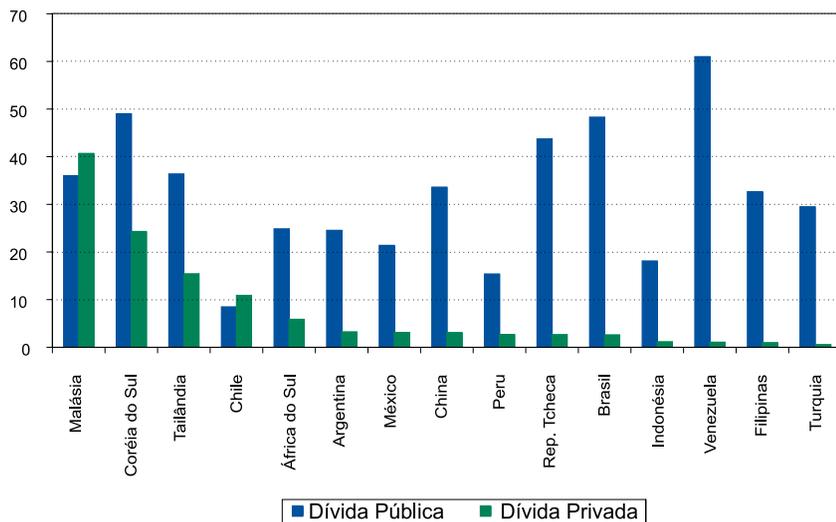
### *Taxa de Juros*

Uma vez que títulos públicos funcionam como referência para dívida privada, a taxa de juros paga pelo Tesouro representa

---

<sup>2</sup> Para uma referência a esses estudos, ver o relatório *Living with debt*, do BID.

**Gráfico 2**  
**Dívida Pública\* x Dívida Privada em Países em Desenvolvimento (2007)**  
**(Em % do PIB)**



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de BIS e Andima (para dívida privada brasileira).  
 \* Dívida bruta mobiliária.

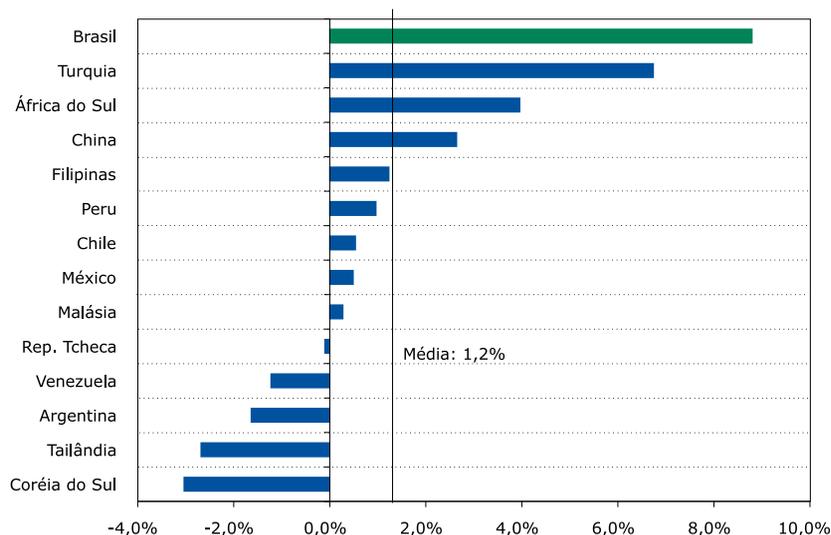
o preço básico, acrescido do respectivo *spread* de risco, do custo financeiro das empresas na captação de recursos por meio de debêntures. Assim, quanto maior a taxa de juros, menor é o incentivo para as empresas utilizarem emissões como forma de captação de recursos, em virtude dos impactos sobre seu custo de capital.

Nesse caso, a situação brasileira se apresenta contrária ao desenvolvimento de um mercado de títulos privados mais robusto. Afinal, no período 2003-2007, o Brasil foi o que apresentou a maior taxa de juros real entre as economias emergentes.

Países que têm suas taxas de juros reais acima da média (1,2% a.a.), como Brasil, Turquia e China, têm seus mercados de dívida privada menos desenvolvidos. Como se pode ver no Gráfico 3, entre os países com taxas de juros reais mais altas, a China é o que tem o mercado de dívida corporativa mais desenvolvido, com 3% do PIB, ao passo que a média registrada para os países em desenvolvimento selecionados é de 7,8% do PIB.

### Gráfico 3

#### Taxa de Juros Real *Ex-Post* de Países em Desenvolvimento – Média 2003–2007



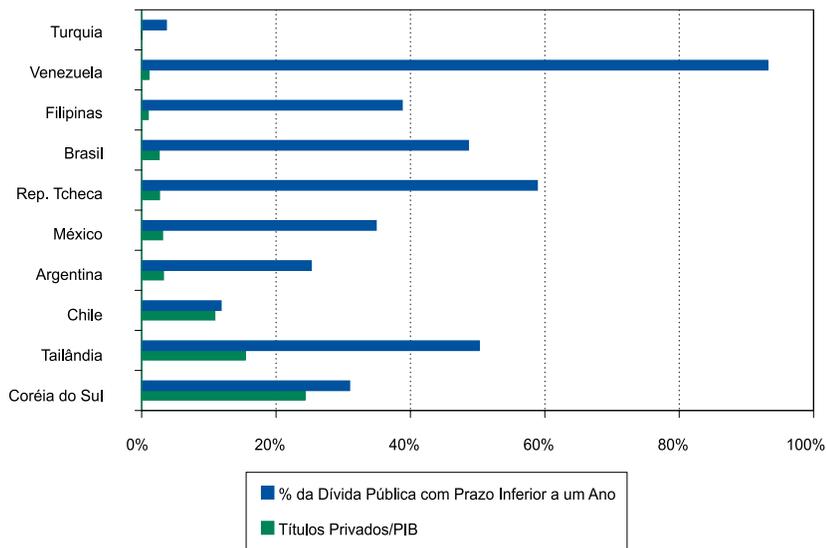
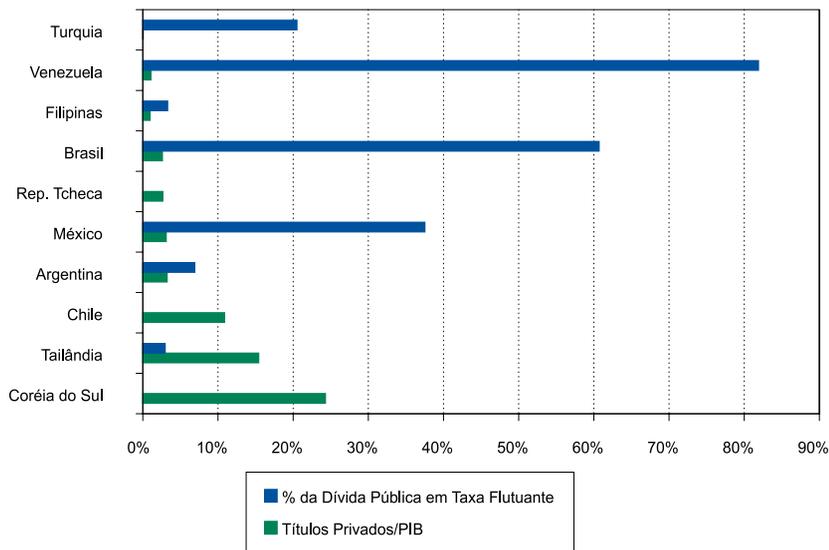
Fonte: Bloomberg.

#### Estrutura e Prazo da Dívida Pública

É sabido que a dívida pública brasileira concentra-se em títulos caracterizados por serem de curto prazo e indexados diariamente à taxa de juros do mercado monetário, a taxa Selic. Essa combinação torna a dívida pública brasileira praticamente única no mundo. Poucos países, como Venezuela, México e Turquia, possuem estrutura similar à brasileira. Não por acaso, também têm seus mercados de títulos privados pouco desenvolvidos (1,1%, 3,1% e 0,1% do PIB, respectivamente).

Há, de fato, uma relação negativa entre a composição da dívida pública, expressa pelas parcelas indexadas a taxas de juros flutuantes, e o tamanho do mercado de títulos de renda fixa privados. Adicione-se o prazo da dívida pública como fator agravante para o baixo desenvolvimento do mercado de títulos privados, conforme se observa no Gráfico 4.

**Gráfico 4**  
**Composição e Prazo da Dívida Pública x Mercado Privado\***



Fonte: *Elaboração própria, com base em dados de BIS (prazo da dívida pública e mercado privado) e FMI (indexação da dívida).*

\* *Os dados de prazo são referentes a 2007 e os dados de composição da dívida são a média de 2000 a 2005. Já os dados referentes ao mercado de títulos privado são de 2007.*

Essa combinação de dívida de curto prazo e indexada a uma taxa flutuante faz com que o Estado ofereça, ao mesmo tempo, liquidez, rentabilidade e segurança. Com isso, os emissores de títulos privados têm de elevar a rentabilidade para compensar sua incapacidade de competir no que se refere a liquidez e risco.

Nessas condições, são limitadas as chances de uma empresa emissora conseguir atrair investidores para um título de longo prazo e prefixado, a um custo aceitável, pois o comprador sempre pode optar por um título público com ampla liquidez e prazo curto.

Por essa razão, grandes investidores brasileiros, como fundos de pensão e fundos de investimento, concentram boa parte de suas carteiras em títulos públicos federais. Em agosto de 2008, 54,6% da carteira de ativos dos fundos de investimento concentravam-se em títulos públicos federais ou operações lastreadas em títulos públicos. Apesar da significativa redução, se comparado a dezembro de 2003 – quando cerca de 76% da carteira era atrelada a títulos públicos –, esse percentual ainda é alto. Em contrapartida, em agosto de 2008, apenas 4,2% do total da carteira desses fundos era alocada em debêntures e 19,3% era alocada em ações. Quando se considera a composição da carteira dos fundos de pensão, a análise é similar.<sup>3</sup>

Uma vez que as empresas brasileiras enfrentam dificuldades para se financiar a taxas prefixadas, têm muito pouco incentivo para utilizar essa forma de captação de recursos para viabilizar investimentos de longo prazo de maturação, pois o risco de variação de taxa de juros é assumido integralmente pela companhia emissora.

### Considerações Finais

São as características da dívida pública, portanto, e não seu tamanho frente ao PIB, que explicam melhor a existência de mercados privados de renda fixa bem desenvolvidos. Países com dívida de longo prazo e, sobretudo, prefixada são os que têm mercados de capitais mais desenvolvidos.

---

<sup>3</sup> Fontes: Anbid e Abrapp.

Considerando a necessidade de ampliação da taxa de investimento para a manutenção de uma trajetória sustentada de crescimento, a questão do financiamento de longo prazo às empresas ganha relevância. O BNDES é um ator importante nesse contexto, mas é necessário tornar os mecanismos alternativos de financiamento mais viáveis e sólidos.

Sendo a estrutura da dívida pública fator determinante para o desenvolvimento do mercado de capitais privados e tendo em vista que a dívida pública brasileira concentra-se em títulos indexados à taxa Selic e de curto prazo, a questão do alongamento da dívida pública doméstica se coloca como primordial.

Não há consenso, entretanto, sobre como reduzir a participação dos títulos indexados e de curto prazo na dívida pública e melhorar o seu perfil. De um lado, entende-se que a redução da quantidade desses títulos deve ser induzida por ações diretas do governo, as quais podem envolver soluções de caráter tributário, relacionadas ao alongamento gradual e sistemático dos prazos, ou simplesmente a suspensão da venda desses títulos. De outro lado, defende-se que a parcela da dívida pública atrelada a títulos de curto prazo será reduzida na medida em que diminua o risco sistêmico da economia, indicando que o governo deve agir de forma indireta, buscando maior estabilidade macroeconômica via ajustes monetários e fiscais.<sup>4</sup>

De fato, o governo tem se empenhado na melhoria do perfil da dívida pública. Em primeiro lugar, atacou a parcela atrelada ao câmbio, o que ajudou a promover maior sensação de segurança com respeito aos efeitos de variações cambiais sobre a economia brasileira. Nos últimos anos, o foco recaiu justamente sobre a dívida indexada à Selic, que já foi 63,9% do total em 2002 e atualmente é de 35,7%.

No curto prazo, em razão da aceleração da inflação e da crise financeira global, esse movimento vem se tornando mais

---

<sup>4</sup> Para um apanhado de artigos sobre o tema, ver *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*, organizado por Edmar Lisboa Bacha e Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho.

difícil, uma vez que o aumento da incerteza dificulta o cálculo econômico de longo prazo.

Apesar da melhoria no perfil da dívida pública brasileira nos últimos anos, ainda há um longo caminho a ser percorrido para que se desenvolva no país um mercado de capitais diversificado e de longo prazo. Essa é uma condição necessária para o aumento dos investimentos das empresas e para o crescimento da economia.



Investimento

---



# Entendendo o Investimento Brasileiro Direto no Exterior

Antonio Marcos Ambrozio\*

Setembro de 2008

Um fenômeno recente, diretamente relacionado ao processo de globalização da economia, é o crescimento da importância do investimento direto no exterior (IDE) de empresas sediadas nos países em desenvolvimento (PED).

Com a abertura e a integração das economias, as empresas passam a competir em escala global. A internacionalização surge não só como uma opção para o crescimento da empresa, mas, em muitos casos, como uma condição necessária para fortalecer sua posição competitiva diante da crescente concorrência em seus mercados domésticos. O IDE permite diversificar riscos, acessar novas tecnologias, empregar fatores produtivos em condições mais vantajosas e explorar economias de escala, entre outras vantagens.

As empresas sediadas nos PED têm dado ênfase, de modo crescente, ao IDE em suas estratégias competitivas. Em termos dos fluxos de saída, os países desenvolvidos ainda são, de longe, os maiores responsáveis. Mas, desde o início da década de 1990, as taxas de crescimento de saída de IDE têm sido maiores entre os PED. Enquanto em 1990 esses países respondiam por cerca de 5% do fluxo de IDE emitido, em 2006 sua participação alcançou cerca de 16% (UNCTAD, *World Investment Report*, 2006).

---

\* Economista e gerente do Departamento de Acompanhamento Econômico da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (DAE/APE).

Os principais países responsáveis por esse movimento estão na Ásia.<sup>1</sup> De fato, entre as sete principais economias em desenvolvimento,<sup>2</sup> com base na média dos fluxos de saída de IDE entre 2000 e 2006, cinco são asiáticas: Hong-Kong, Cingapura, China, Taiwan e Coréia do Sul.

O Brasil, que até meados dos anos 1980 liderava o *ranking* de países em desenvolvimento na realização de IDE, ocupa atualmente o sexto lugar, à frente da Coréia, mas atrás de Taiwan. Dessa forma, o Brasil perdeu importância relativa no IDE entre os PED, justamente quando a participação destes no montante global de saída de IDE se tornou relevante.

O objetivo deste informe é comparar a *performance* do IDE brasileiro *vis-à-vis* as das cinco principais economias asiáticas citadas acima, no período entre 1990 e 2006. O foco da análise é que o Brasil, depois de um longo período adormecido, despertou nos últimos anos para a importância do IDE. A despeito disso, ainda persistem algumas importantes diferenças qualitativas no perfil do IDE brasileiro em relação aos asiáticos, que podem ser associadas às estruturas industriais e à organização da produção distintas, além de influenciadas pela relevância diferenciada que é atribuída às políticas públicas de apoio ao IDE nesses países.

## A Dinâmica do IDE: Brasil e Economias Asiáticas

Um ponto importante a ser destacado é que, ao longo do período 1990–2006, a perda de dinamismo do IDE brasileiro não foi uniforme. Durante a década de 1990, o estoque de IDE brasileiro no exterior ficou praticamente estável, com ligeira elevação a partir de 1997. Já o estoque de IDE dos países asiáticos experimentou forte crescimento no período, à exceção de 1998, como reflexo da crise asiática.

---

<sup>1</sup> À exceção da Rússia, que costuma ser classificada como economia em transição. Esse país ocupa o segundo lugar no *ranking* a seguir, superado apenas por Hong-Kong.

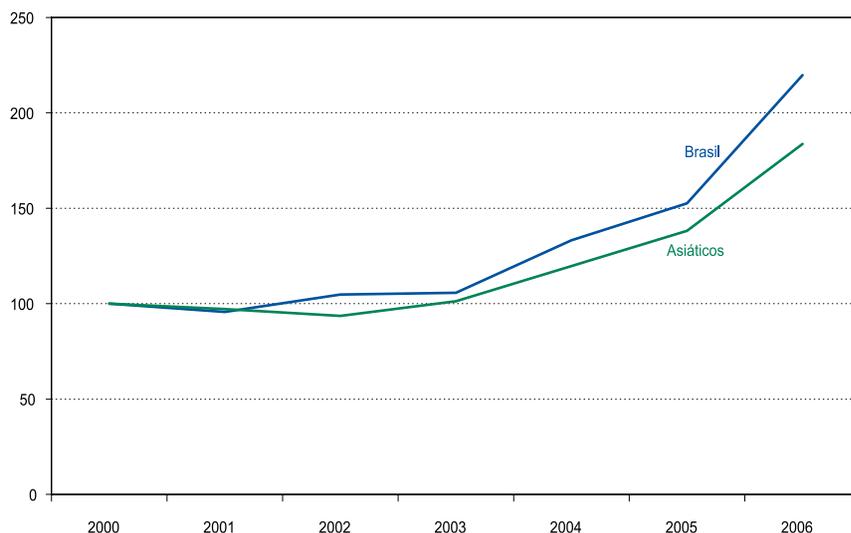
<sup>2</sup> O *ranking* não considera paraísos fiscais do Caribe.

Entre 2000 e 2006, no entanto, o Brasil deixou de perder participação no IDE frente aos asiáticos. A dinâmica da saída de IDE desses países foi bastante similar: relativa estagnação até 2003 e forte aceleração daí em diante. Destaque-se que a taxa de crescimento do estoque de IDE brasileiro no exterior foi superior nesse período: enquanto a taxa de crescimento brasileira foi de cerca de 14% a.a. entre 2000 e 2006, a das economias asiáticas selecionadas foi de cerca de 10,7% a.a.

Assim, a despeito da relativa estagnação durante os anos 1990, nos anos 2000, particularmente a partir de 2003, o IDE brasileiro recuperou sua força, alcançando padrão muito similar ao das economias asiáticas selecionadas. O Gráfico 1 ilustra a evolução do estoque de IDE nesse período mais recente.

A Tabela 1 mostra a saída média de IDE entre 1990 e 1999, entre 2000 e 2006 e no subperíodo 2003-2006, para o Brasil e as cinco economias asiáticas. A participação brasileira no fluxo total

**Gráfico 1**  
**Evolução do IDE – Brasil e Economias Asiáticas Selecionadas**  
**(Estoque 2000 = 100)**



Fonte: UNCTAD e BCB.

**Tabela 1**

**Fluxo de Saída de IDE: Brasil e Economias Asiáticas Seleccionadas**  
(Em US\$ Milhões – Média por Período)

Países	1990-1999	2000-2006	2003-2006
<b>Brasil</b>	<b>925</b>	<b>6.183</b>	<b>10.194</b>
Hong-Kong	16.497	30.004	30.467
Cingapura	4.641	7.520	6.107
China	2323	6.723	9.186
Taiwan	3.484	6.189	6.564
Coréia do Sul	2.911	4.221	4.878
% Brasil	2,9	9,8	14,5

*Fonte: UNCTAD.*

de IDE remetido pelos seis países aumentou de 3%, entre 1990 e 1999, para cerca de 15%, entre 2003 e 2006. Neste último período, o Brasil só é superado por Hong-Kong na saída de IDE.

Diversos fatores podem ser apontados para explicar a recente aceleração do IDE brasileiro: a melhoria expressiva da posição financeira das empresas brasileiras nos últimos anos, a recente valorização cambial e a estratégia de acumulação de ativos por parte de empresas nacionais que pretendem consolidar sua posição de *global players*, notadamente Vale do Rio Doce e Petrobras.

Apesar do recente *catch-up* do montante de IDE brasileiro em relação aos asiáticos, ainda persistem importantes diferenças no que diz respeito a certos aspectos qualitativos do IDE. Um ponto a ser destacado se refere aos investimentos *greenfield* – essencialmente, instalação de nova capacidade – e aos direcionados para fusões e aquisições (F&A). A participação relativa do Brasil frente aos países asiáticos é muito maior no caso de F&A (comparando a última linha das Tabelas 1 e 2), mesmo quando se consideram apenas os anos 1990, período em que o Brasil superou China, Taiwan e Coréia do Sul.

A Tabela 2 mostra o forte crescimento do valor das compras efetuadas no exterior por empresas brasileiras: a média entre 2003 e 2006 foi cerca de nove vezes a média verificada na década de

**Tabela 2**  
**Fusões e Aquisições (F&A) no Exterior: Brasil e Economias**  
**Asiáticas Seleccionadas**  
**(Em US\$ Milhões – Média por Período)**

Países	1990–1999	2000–2006	2003–2006
<b>Brasil</b>	<b>1.003</b>	<b>5.855</b>	<b>9.120</b>
Hong-Kong	2.832	5.609	6.355
Cingapura	1.437	9.327	9.245
China	430	3.561	5.739
Taiwan	314	500	533
Coréia do Sul	758	633	611
% Brasil	12,0	21,5	26,9

Fonte: UNCTAD.

1990, crescimento só superado pela China, cujo montante de F&A aumentou mais de dez vezes. Entre 2003 e 2006, o Brasil foi o segundo país que mais realizou negócios no exterior, cujo montante ficou muito próximo ao do primeiro classificado no *ranking*, Cingapura.

O processo de compra de ativos no exterior tem sido caracterizado por um número relativamente pequeno de operações com elevado valor médio.<sup>3</sup> A Tabela 3 mostra que, após 2000, o Brasil apresenta os maiores números de valor médio por transações de fusão e de aquisição realizadas no exterior. Embora o número de negócios realizados por empresas brasileiras no exterior tenha aumentado quase 50% em 1990–1999 e 2000–2006, sugerindo que um número maior de empresas nacionais tenha adotado estratégia de internacionalização via IDE, em termos relativos, o crescimento do número de transações realizadas por certas economias asiáticas foi significativamente maior (como Hong-Kong, Cingapura e China).

<sup>3</sup> Entre as quais merecem destaque a operação da Ambev em 2004 e a da Vale em 2006.

**Tabela 3**

**Valor por Transação e Número de Transações de Fusões e Aquisições (F&A) no Exterior (Média por Período): Brasil e Economias Asiáticas Seleccionadas**

F&A Países	Valor por Transação – US\$ Milhões			Número de Transações		
	1990-1999	2000-2006	2003-2006	1990-1999	2000-2006	2003-2006
<b>Brasil</b>	<b>36</b>	<b>178</b>	<b>277</b>	<b>21</b>	<b>31</b>	<b>31</b>
Hong-Kong	44	45	43	62	122	141
Cingapura	21	74	56	63	138	165
China	24	63	94	16	49	63
Taiwan	24	31	34	10	15	16
Coréia do Sul	49	40	31	12	19	22

Fonte: UNCTAD.

A concentração do IDE brasileiro em poucas operações é consequência do número restrito de empresas que se destacam como competidoras globais no Brasil frente aos países asiáticos. Considerando um *ranking* baseado no total de ativos detidos no exterior, o número de empresas brasileiras classificadas entre as *top 50* dos PED caiu pela metade – indo de seis para três – entre 1994<sup>4</sup> e 2005. Já o número total de empresas das economias asiáticas seleccionadas nesse *ranking* aumentou de 30 para 34 no mesmo período. Desse modo, a média asiática se tornou mais que o dobro da brasileira.

Outro ponto a ser destacado diz respeito à tipologia do IDE brasileiro. Tradicionalmente, as empresas brasileiras têm se direcionado para busca de recursos naturais – como mineração e hidrocarbonetos. A maior operação de internacionalização brasileira se deu no setor de mineração – a compra da canadense Inco pela Vale em 2006, visando fortalecer sua posição no mercado de zinco. Com relação aos investimentos *greenfield* realizados por empresas brasileiras, destacam-se os investimentos na exploração de petróleo e gás.

<sup>4</sup> Primeiro ano em que esse *ranking* está disponível.

O IDE brasileiro tem sido menos intenso no tipo que é classificado como busca de mercado e de eficiência, que tende a requerer mais capital e processos intensivos em tecnologia.<sup>5</sup> Vale ressaltar que essa lógica setorial contribui para explicar o predomínio do IDE brasileiro na forma de F&A, uma vez que a estratégia mais eficiente de entrada ou consolidação no mercado internacional, em setores como mineração e siderurgia, tem sido por meio da aquisição de ativos – vide a já mencionada operação da Vale em 2006.

Os asiáticos, em contraste, têm participado mais ativamente nos setores intensivos em tecnologia, entre os quais podemos citar várias transnacionais desses países, notadamente Hong Kong, Coréia e Taiwan, em posição de destaque mundial no setor de eletrônicos (UNCTAD). Esse perfil está relacionado à sua estrutura produtiva, que tem maior participação de eletrônicos e bens associados à tecnologia da informação. Tais setores tendem a se estruturar em *clusters* industriais, fundamentados em forte divisão regional do trabalho, o que pode racionalizar não só a aceleração do IDE nesses países, como também uma crescente importância intra-regional deste (UNCTAD). Em suma, quando comparado ao asiático, o IDE brasileiro tem se mostrado pouco diversificado e concentrado em setores pouco intensivos em tecnologia, predominantemente na forma de F&A.

A pouca ênfase que tem sido dada no Brasil ao desenho de políticas públicas de apoio ao IDE também contribui para explicar as diferentes características do IDE brasileiro *versus* o asiático. Os países asiáticos têm sido particularmente ativos na promoção do IDE, via incentivos fiscais, disponibilidade de financiamentos a termos favoráveis e provisão de seguro, acréscimo do fornecimento de informações sobre possibilidades de investimento e assistência legal. Além disso, os asiáticos têm sido mais ativos no desenho de acordos de reciprocidade e proteção ao IDE. Esses mecanismos são especialmente importantes, uma vez que as chances de sucesso

---

<sup>5</sup> Exemplos incluem equipamentos eletrônicos, informática, veículos e farmacêuticos.

dos investimentos dependem, em boa medida, das políticas e decisões tomadas pelo país receptor.<sup>6</sup>

A atuação mais firme de políticas públicas, por sua vez, teria efeito positivo sobre a diversificação do IDE brasileiro para segmentos intensivos em tecnologia, uma vez que tais setores requerem gastos em pesquisa e desenvolvimento (P&D) e envolvem maior escala e, conseqüentemente, maior risco.

As diferenças de apoio do governo ao processo de internacionalização contribuem para explicar o baixo valor do IDE *greenfield* brasileiro frente aos asiáticos. Uma vez que o investimento do tipo *greenfield* tende a envolver maior grau de risco que uma operação de compra de ativos, a baixa propensão à realização de investimento *greenfield* pelas empresas brasileiras no exterior pode ser explicada pela disponibilidade inadequada de mecanismos para mitigar ou compensar o risco. Na ausência de mecanismos de proteção adequados, ou provisão de informação e assistência técnica e legal a fim de reduzir a assimetria de informação, o tipo de investimento menos arriscado deve ser privilegiado.

## Conclusões

Após ter permanecido estagnado durante a década de 1990, o IDE brasileiro recuperou seu dinamismo nos anos 2000, atingindo um desempenho muito similar ao das principais economias asiáticas que lideravam o processo de saída de IDE entre os emergentes.

Não obstante, a natureza do IDE brasileiro apresenta diferenças qualitativas importantes quando comparada com os asiáticos: há forte ênfase em operações de fusão e aquisição e relativamente baixa diversificação – o IDE brasileiro tem sido caracterizado por um número baixo de operações com elevado valor médio, e o

---

<sup>6</sup> Uma discussão mais elaborada sobre as políticas públicas de incentivo ao IDE, bem como referências a experiências internacionais bem-sucedidas, pode ser encontrada no artigo de Luciano Coutinho, Célio Hiratuka e Rodrigo Sabatini, “O investimento direto no exterior como alavanca dinamizadora da economia brasileira”, publicado no livro *Brasil Globalizado*.

número de empresas no Brasil que podem ser consideradas efetivamente internacionalizadas, em termos de ativos no exterior, é pequeno quando comparado aos asiáticos. Além disso, o IDE brasileiro tem se concentrado nos setores de recursos naturais, que são menos intensivos em tecnologia.

Essas diferenças tendem a refletir a própria estrutura industrial desses países. Apesar disso, um elemento que pode ajudar a explicar as discrepâncias no padrão de IDE é a ênfase do apoio do Estado ao processo de internacionalização, seja por meio de instrumentos diretos, seja por acordos internacionais, que gerem incentivos ou reduzam o risco associado ao IDE.

Assim, o processo sustentado de internacionalização das empresas brasileiras deve envolver o desenho apropriado de políticas públicas que apoiem o IDE. Essas políticas permitiriam, de um lado, a maior participação de empresas no processo de internacionalização e, de outro, estimulariam o avanço do processo de internacionalização para setores mais intensivos em capital e tecnologia, explorando as eventuais vantagens de investimentos do tipo *greenfield*.



# Autofinanciamento e BNDES Sustentam o Atual Ciclo de Investimentos no Brasil

Ernani Teixeira Torres Filho  
Gilberto Rodrigues Borça Junior  
Marcelo Machado Nascimento\*  
Agosto de 2008

A economia brasileira atravessa o mais longo e intenso ciclo de investimentos desde o fim da década de 1970. A formação bruta de capital fixo (FBKF) vem crescendo acima do PIB há 12 trimestres consecutivos. Os dados referentes ao primeiro trimestre de 2008 mostram que o investimento cresceu mais de 15% frente ao mesmo período do ano anterior, ou seja, quase três vezes mais que a expansão do PIB na mesma base de comparação (Gráfico 1).

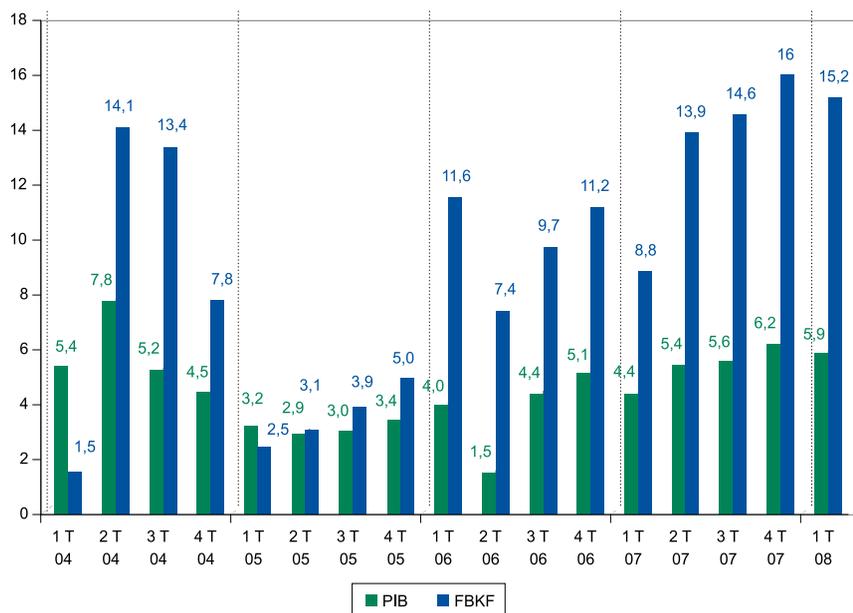
Essa trajetória de expansão dos investimentos foi, ainda em seu início, identificada pelo BNDES. Desde 2006 é realizada uma pesquisa prospectiva sobre a evolução dos investimentos na economia brasileira. Sua base primária de informações reside tanto nos projetos em andamento no Banco quanto nos dados disponíveis nas empresas sobre seus horizontes de investimentos. Os resultados da pesquisa realizada em 2007 apontam para uma necessidade de fundos de longo prazo para a indústria e a infra-estrutura de cerca de R\$ 200 bilhões por ano entre 2008 e 2011. Com isso, a taxa de investimento da economia atingiria 21% do PIB em 2010.

Tal cenário coloca a economia brasileira diante de um grande desafio: como viabilizar os mecanismos de financiamento de longo prazo adequados a esse ritmo acelerado de expansão dos

---

\* Economistas e, respectivamente, superintendente da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (APE) e gerentes do Departamento de Acompanhamento Econômico da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (DAE/APE).

**Gráfico 1**  
**Taxa de Crescimento (em %) da FBKF e do PIB**  
**(Trimestre contra Trimestre do Ano Anterior )**



Fonte: IBGE.

investimentos? Esse tema é o objeto de análise deste número do *Visão do Desenvolvimento*.

## Panorama Atual

Ao longo das últimas cinco décadas, o investimento na indústria e na infra-estrutura no Brasil foi financiado, basicamente, com os lucros retidos das empresas (autofinanciamento) e com fundos públicos, particularmente aqueles administrados pelo BNDES. Em alguns momentos, as captações externas e os lançamentos primários de ações em bolsa tiveram papel importante, mas sempre limitados aos ciclos de liquidez da economia nacional e da economia internacional.

O cenário atual não parece ser muito diferente. Apesar da dificuldade de obter dados precisos, as informações mais recentes

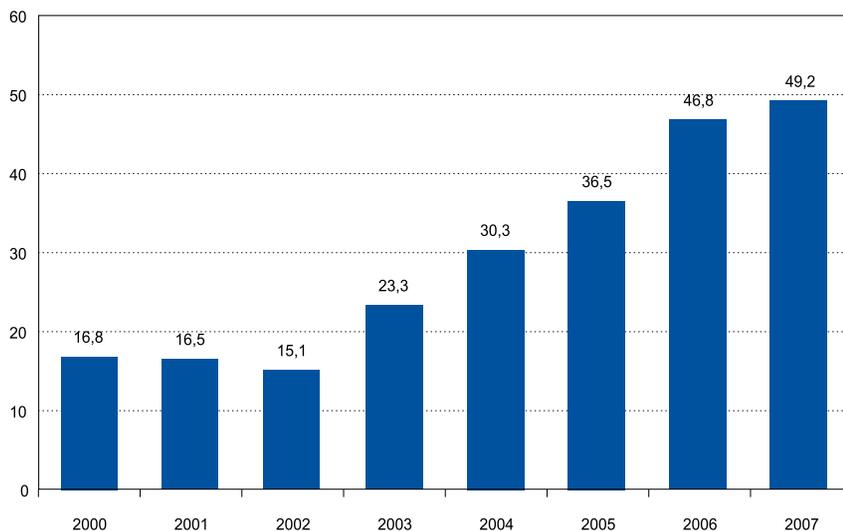
indicam que o atual ciclo de investimentos continua seguindo esse mesmo padrão de financiamento de longo prazo: primordialmente sustentado pelo autofinanciamento das empresas e recursos do BNDES. Para superar esse problema de escassez de informações, o trabalho se baseou em dados aproximados para cada uma das fontes de financiamento de longo prazo para a indústria e a infra-estrutura.

Os números relativos ao autofinanciamento foram obtidos por meio da análise do balanço das 130 maiores empresas abertas dos setores industriais e de serviços de utilidade pública. No caso das emissões primárias de ações, foram segregadas as informações dos referidos setores mediante a utilização da classificação setorial da Bovespa. Nas emissões de debêntures, excluíram-se todas as operações das empresas de *leasing*. Os dados de captações externas refletem o total das captações de renda fixa com instrumentos de longo prazo, ou seja, excluem operações de *trading finance* e empréstimos bancários de curto prazo. Para essas informações, foram cruzados dados das seguintes fontes: Bloomberg, Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid) e Banco Central do Brasil (BCB). Por fim, os dados do BNDES correspondem aos desembolsos realizados para a indústria e a infra-estrutura, de acordo com a classificação setorial utilizada pelo próprio Banco em suas estatísticas de desempenho.

Com relação ao autofinanciamento, o Gráfico 2 mostra os lucros retidos das 130 maiores empresas de capital aberto, responsáveis por mais de 90% do volume diário do mercado de ações da Bovespa. Observa-se que, em 2000–2002 e 2005–2007, o autofinanciamento desse grupo de empresas triplicou, passando, em média, de R\$ 15 bilhões para, aproximadamente, R\$ 45 bilhões.

O lucro retido constitui-se em uma fonte de recursos particularmente importante para as empresas, sendo, simultaneamente, fundo de longo prazo e aumento de capital próprio. Seu crescimento eleva, conseqüentemente, a capacidade das empresas de atrair recursos de terceiros, seja mediante a ampliação de seus débitos ou do lançamento primário de ações.

**Gráfico 2**  
**Evolução do Autofinanciamento de 130 Empresas de Capital Aberto no**  
**Período 2000–2007**  
**(Em R\$ Bilhões)**



*Fonte: Economática e Comissão de Valores Mobiliários (CVM).*

O aumento dos lucros retidos responde, por sua vez, à expansão das vendas e das margens que as empresas praticam em suas atividades. No início de um ciclo de crescimento, esses dois componentes tendem a aumentar mais rapidamente que os gastos com acréscimo de capacidade produtiva. Todavia, uma vez que os investimentos se acelerem, as necessidades de financiamento de longo prazo tendem a crescer em maior velocidade do que os lucros retidos, o que torna essencial um maior grau de alavancagem.

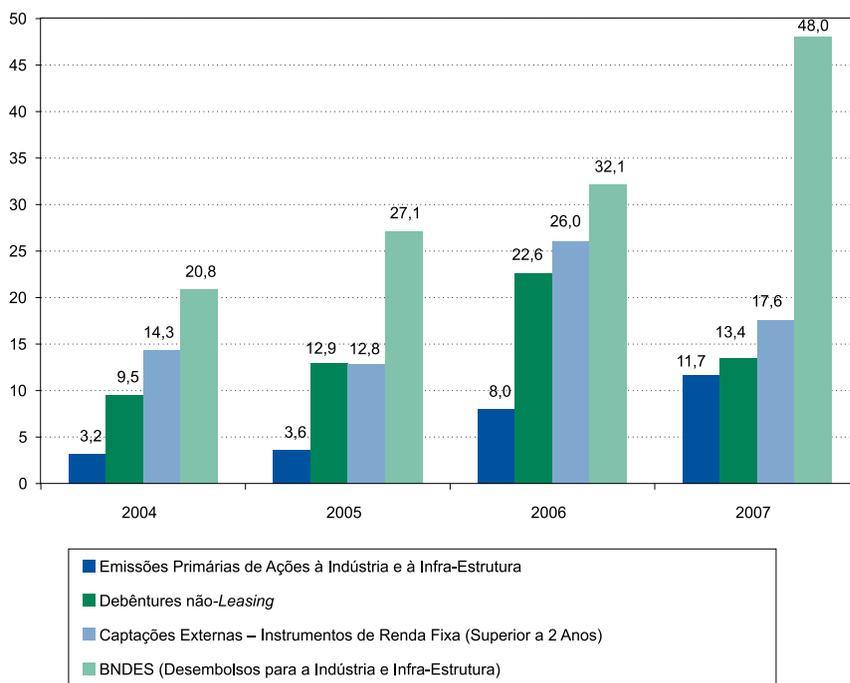
Os mercados de ações também vêm tendo um papel cada vez mais expressivo como fonte de funding de longo prazo para o atual ciclo de inversões. De acordo com o Gráfico 3, as emissões primárias de ações à indústria e à infra-estrutura, que haviam sido de R\$ 3,2 bilhões em 2004, chegaram a R\$ 11,7 bilhões em 2007. Esse crescimento se deve, basicamente, à maior demanda de investidores estrangeiros por ações de empresas brasileiras. Basta observar que, no ano de 2007, cerca de 75%

do total dos lançamentos primários de ações foram adquiridos por investidores externos.

Uma segunda característica do mercado acionário recente é que os recursos das emissões primárias vêm sendo direcionados para um conjunto limitado de setores, haja vista que alimentos e energia elétrica responderam, entre 2004 e 2007, pela metade de todas as captações destinadas à indústria e à infra-estrutura.

O mercado de debêntures, por outro lado, mostrou maior vitalidade que o de ações. Parte disso se deve ao fato de a maioria dos lançamentos concentrar-se em operações de empresas de *leasing* associadas a bancos comerciais. O número de companhias

**Gráfico 3**  
**Evolução das Fontes de Financiamento de Longo Prazo no período 2004–2007**  
**(Em R\$ Bilhões)**



Fonte: *Elaboração própria, com base em dados de Anbid, BCB, Bovespa, Bloomberg, BNDES, CVM e Economática.*

não-financeiras emissoras não ultrapassa 35 desde 2000. A emissão de debêntures desse conjunto de empresas também não apresentou expansão significativa frente a outras fontes de financiamento: entre 2004 e 2007, passou de R\$ 9,5 bilhões para R\$ 13,4 bilhões (Gráfico 3). Além disso, de forma semelhante ao mercado acionário, tais emissões foram concentradas em alguns poucos setores, como energia elétrica, telecomunicações e mineração.<sup>1</sup>

No que diz respeito às captações externas, os instrumentos de renda fixa superiores a dois anos também têm, até o momento, apresentado uma contribuição pequena para o financiamento de longo prazo dos investimentos brasileiros. De acordo com o Gráfico 3, entre 2004 e 2007, as captações realizadas pelas 130 maiores empresas não-financeiras passaram de R\$ 14,3 bilhões para R\$ 17,6 bilhões.

Por fim, os desembolsos do BNDES para a indústria e a infra-estrutura apresentaram um comportamento fortemente expansivo: mais que dobraram em 2004–2007, crescendo de R\$ 21 bilhões para R\$ 48 bilhões. É importante destacar que o BNDES aumentou sensivelmente seu escopo de atuação, financiando uma ampla gama de setores, especialmente aqueles mais intensivos em capital, como siderurgia, papel e celulose e petroquímica, na indústria, e energia elétrica e transporte, na infra-estrutura.

## Perspectivas

A aceleração do ritmo de investimentos na indústria e na infra-estrutura aponta para uma necessidade de recursos de, aproximadamente, R\$ 200 bilhões por ano no quadriênio 2008–2011. Diante desse cenário, torna-se relevante fortalecer os mecanismos domésticos de financiamento de longo prazo no Brasil. Para tanto, é fundamental valorizar e ampliar os mercados de renda fixa, particularmente de títulos privados. Nesse contexto, destacam-se ações que promovam o mercado secundário desses papéis. No caso das bolsas, deseja-se a desconcentração setorial das emissões primárias,

---

<sup>1</sup> Ver *Visão do Desenvolvimento*, n. 27.

tornando o mercado acionário um amplo e mais relevante canal para a promoção do investimento produtivo. É importante também atrair mais investidores nacionais para a bolsa.

Os fundos de pensão e as seguradoras – investidores institucionais que, por excelência, têm como horizonte o longo prazo – são atores que podem auxiliar muito o preenchimento dessas lacunas. Na medida em que o Brasil caminha para manter uma trajetória de crescimento sustentada, a alta concomitante da massa real de salários deverá aumentar sensivelmente a captação de poupança privada pelo sistema de previdência complementar, viabilizando uma participação cada vez maior dessa fonte no financiamento de longo prazo doméstico.

Entretanto, é preciso ter claro que mudanças no mercado de capitais requerem tempo para dar resultado. Não existem medidas fáceis nem de rápida implementação. A indústria financeira do país mostra possuir boas instituições, ampla gama de produtos e forte taxa de crescimento no passado recente. Entretanto, seu tamanho relativo é ainda insuficiente para fazer frente aos desafios do financiamento do desenvolvimento. O autofinanciamento e os desembolsos do BNDES continuam sendo as fontes mais relevantes de financiamento à indústria e à infra-estrutura nos últimos anos.

No médio prazo, o ritmo dos investimentos privados requer também o fortalecimento dos mecanismos públicos de financiamento e poupança. Depois de terem se recuperado das crises dos anos 1990, o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) acumularam grandes volumes de recursos líquidos que, nos últimos quatro anos, viabilizaram investimentos para indústria, infra-estrutura e habitação. Seu fortalecimento e sua continuidade são muito importantes. Em paralelo, é preciso diversificar as fontes de recursos, ampliar prazos e dar maior liquidez aos mercados privados.

Há uma enorme agenda ainda a se realizar: ampliar os recursos para os investimentos, diminuir o custo de capital e desenvolver instrumentos financeiros adequados às necessidades dos agentes econômicos. Enfim, é necessário fortalecer a base do

financiamento doméstico de longo prazo para ampliar a confiança e a disposição ao risco de os investidores nacionais alocarem recursos na formação de capital fixo no Brasil.

# Como as Empresas Financiam seus Investimentos e a Crise Financeira Internacional

Fernando Pimentel Puga  
Marcelo Machado Nascimento\*  
Dezembro de 2008

No primeiro semestre de 2008, os dados do Brasil referentes aos investimentos surpreenderam positivamente. A formação bruta de capital fixo cresceu a uma taxa anualizada de 16% e o consumo aparente de bens de capital na indústria, 24%. A perspectiva é de uma taxa de investimento brasileira de 19%, em 2008. Mesmo crescendo a um ritmo inferior ao atual, planos de investimentos já iniciados ou firmemente considerados pelas empresas podem elevar essa taxa para 21% do PIB, em 2010. Desse modo, a taxa de investimento brasileira chegaria a um nível próximo à média mundial (21,7%, em 2005 – dado mais recente disponível do Banco Mundial).

A projeção acima da taxa de investimento baseia-se em levantamento do BNDES, incluindo projetos que já estão em curso no Banco, informações sobre os planos de investimentos das empresas que podem ou não ser apoiados pela instituição, dados do MDIC e números do PAC. A estimativa é de que o volume de investimentos na economia brasileira alcance R\$ 2,4 trilhões, entre 2008 e 2011.

Essa perspectiva de expansão do investimento brasileiro vem sendo ameaçada pela deterioração do cenário internacional,

---

\* Economistas e, respectivamente, chefe e gerente do Departamento de Acompanhamento Econômico da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (DAE/APE).

marcada pela crise no sistema financeiro americano. Um dos resultados da crise é a redução na capacidade dos mercados de sustentar o ritmo de expansão do crédito observado nos últimos anos. A consequência é a retração na oferta de fundos de longo prazo, o que reduziria a capacidade das empresas brasileiras de captar recursos no exterior.

Este estudo dá continuidade à análise do tema do financiamento dos investimentos das empresas brasileiras, iniciada com o *Visão* n. 51, com foco nos setores de indústria e infra-estrutura. O objetivo é analisar a evolução dos investimentos nesses setores e quantificar a participação das diferentes fontes de recursos na captação das empresas. O estudo destaca o importante papel que o BNDES pode desempenhar em um cenário de escassez de liquidez internacional, sustentando a expansão do investimento.

## Investimentos na Indústria e na Infra-Estrutura

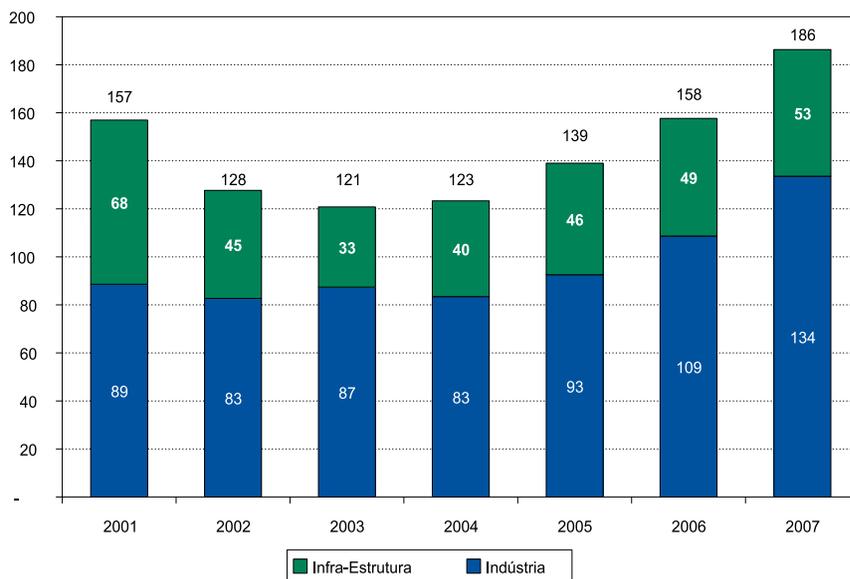
Em 2007, os investimentos brasileiros na indústria e na infra-estrutura alcançaram R\$ 186 bilhões. Trata-se, a preços constantes, de crescimento de 18% em relação a 2006, uma taxa superior à do aumento de 13% no ano verificado no total da formação bruta de capital fixo do país.

O Gráfico 1 mostra a evolução dos investimentos nesses setores, entre 2001 e 2007, a preços deste último ano. Notam-se dois movimentos. O primeiro, de queda nos investimentos, entre 2001 e 2003. Em 2001, as inversões em infra-estrutura foram elevadas, por conta principalmente do setor de telecomunicações, que investiu fortemente na universalização da telefonia fixa. Com o esgotamento desse ciclo, houve queda nos investimentos do setor.

Entre 2004 e 2007, os investimentos na indústria e na infra-estrutura tiveram expansão de 11% ao ano. Nos dois primeiros anos, o crescimento foi liderado pela infra-estrutura, com retomada de inversões em telecomunicações e ampliação e melhoria da logística de transporte rodoviário e ferroviário. De 2006 a 2007, o destaque foi a indústria, com forte expansão dos

## Gráfico 1

### Investimentos na Indústria e na Infra-estrutura – 2001 a 2007 (Em R\$ Bilhão – a Preços de 2007)



Fonte: C. R. Frischtak e BNDES.

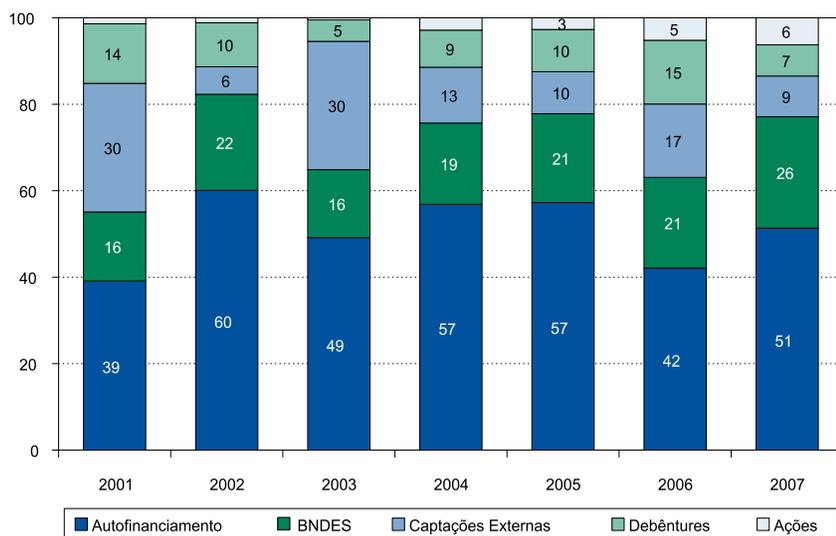
investimentos em petróleo e gás, extrativa mineral e insumos básicos (siderurgia, papel e celulose e petroquímica).

## Padrão de Financiamento das Empresas

As empresas brasileiras financiam seus investimentos, principalmente, por meio de lucros retidos. O Gráfico 2 mostra que o autofinanciamento representa mais da metade dos fundos utilizados pelas empresas industriais e de infra-estrutura para viabilizar seus investimentos, entre 2001 e 2007.

Entre os recursos de terceiros – ações, debêntures e empréstimos –, sobressaem os créditos do BNDES. Em média, o Banco respondeu por cerca de 20% dos recursos usados para financiar os investimentos das empresas industriais e de infra-estrutura. Os financiamentos do BNDES foram também utilizados por

**Gráfico 2**  
**Fontes de Recursos das Empresas Brasileiras – Indústria e**  
**Infra-Estrutura**  
**(Em %)**



*Fonte: Elaboração própria, com base em dados de Anbid, BCB, Bovespa, Bloomberg, BNDES, CVM e Economática. O autofinanciamento foi calculado por resíduo, através da diferença entre o investimento e a captação de recursos de terceiros.*

um número maior de empresas, na comparação com os demais recursos de terceiros.

As participações das demais fontes no financiamento das empresas são bem mais instáveis. As captações externas chegaram a representar 30% das fontes investidas, embora, na média, sua participação tenha ficado em 16%, entre 2001 e 2007. Em seguida, destacam-se os lançamentos de debêntures (10%) e ações (3%). Em geral, o aumento da importância dessas fontes está associado a operações de grande porte, não refletindo o comportamento mediano das empresas.

As captações externas foram particularmente relevantes em 2001 e 2003. Esse desempenho, no entanto, foi concentrado nos

setores de petróleo e telecomunicações (sobretudo em 2001). Entre 2004 e 2007, esses recursos perderam importância no financiamento das empresas. Nesse período, a valorização da moeda doméstica propiciou às empresas reduzir seu endividamento em moeda estrangeira a um custo menor. Em geral, firmas sem receitas em moeda estrangeira, especialmente as do setor elétrico, optaram por essa redução, diminuindo sua exposição ao risco cambial.

Em contraste com a menor importância das captações externas, houve maior desenvolvimento do mercado doméstico de capitais, em um contexto de elevada liquidez internacional, acompanhado pela redução dos custos de captação em moeda nacional. De 2004 a 2006, aumentaram significativamente os lançamentos de debêntures e as emissões de ações. Essa expansão, no entanto, foi concentrada nos setores de energia elétrica, alimentos e bebidas, telecomunicações e mineração.

### Comentários Finais

Entre 2004 e 2007, observou-se forte aceleração dos investimentos na indústria e na infra-estrutura brasileira. Mudou também o tipo dos investimentos. Esses deixaram de ser concentrados em modernização – principalmente reposição de máquinas – e passaram a englobar novas plantas industriais, com destaque para projetos em setores altamente intensivos em capital (petróleo, petroquímica, siderurgia e automobilístico).

As empresas, a exemplo do passado, financiaram a maior parte de seus investimentos por meio de lucros retidos, com 52% do total. Entre os recursos de terceiros, destacam-se os créditos do BNDES, com 22%. Os restantes foram compostos de: 12% de empréstimos externos, 10% de debêntures e apenas 4% de lançamentos de ações.

A crise financeira internacional desdobra-se em dois pontos potencialmente negativos sobre as perspectivas para o investimento. O primeiro remete ao elevado grau de incerteza sobre o crescimento da economia mundial e seus impactos no Brasil, levando a um eventual adiamento das decisões de investimento.

Nesse ponto, há a perspectiva de que, no curto prazo, possa se esperar uma desaceleração no crescimento do investimento observado nos últimos anos, mas sem uma interrupção da maior participação no PIB.

O segundo ponto é a redução na disponibilidade de recursos para investimentos. Essa dificuldade abrange o financiamento por meio de lucros retidos, em um contexto de redução do crescimento da economia, e a diminuição das fontes de financiamento externo ou via emissões no mercado doméstico.

A forte instabilidade dos mercados de capitais, observada nos meses de setembro e outubro de 2008, indica que ainda levará algum tempo para que as empresas brasileiras consigam retomar seu padrão de financiamento. As linhas externas de financiamento demorarão a se restabelecer, uma vez que essa retomada está relacionada ao próprio abrandamento da restrição de liquidez internacional.

A crise internacional implica um grande desafio para o BNDES. O Banco, em função de seu porte e da estabilidade de seu *funding*, terá de atuar de maneira anticíclica na concessão de financiamento às empresas nacionais. Nesse sentido, a expectativa é de que essa atuação contribua para sustentar os investimentos e, conseqüentemente, a trajetória de crescimento da economia.

# A Crise Financeira Internacional e as Perspectivas de Investimentos no Brasil para 2009-2012<sup>1</sup>

Ernani Teixeira Torres Filho  
Fernando Pimentel Puga  
Gilberto Rodrigues Borça Junior  
Marcelo Machado Nascimento\*  
Janeiro de 2009

**E**ntre o início de 2006 e o terceiro trimestre de 2008, a economia brasileira apresentou elevadas taxas de crescimento, associadas a um processo contínuo de expansão do investimento. Ao longo desse período, a formação bruta de capital fixo (FBKF) cresceu, sistematicamente, acima do PIB, configurando o maior ciclo de investimentos do país dos últimos trinta anos.

A ampliação dos investimentos deu-se em duas ondas. A primeira teve início nas indústrias extrativas e produtoras de insumos básicos, estimulada pela combinação de forte incremento da demanda mundial por *commodities* e das vantagens competitivas brasileiras nesses setores. Em contraste com outros momentos do passado recente, nos quais as inversões se concentravam na modernização das fábricas existentes (*brownfield*), os projetos atuais direcionaram-se, em maior proporção, à implantação de novas plantas industriais (*greenfield*). Nos setores de siderurgia e papel e celulose, houve, adicionalmente, um deslocamento de bases produtivas de países desenvolvidos para o Brasil.

---

\* Economistas e, respectivamente, superintendente, chefe e gerentes do Departamento de Acompanhamento Econômico da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (DAE/APE).

<sup>1</sup> Trabalho realizado com base no mapeamento do investimento e análises setoriais realizados conjuntamente pela Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (APE) e pelos departamentos operacionais do BNDES.

A segunda onda foi constituída pelos investimentos na infra-estrutura, na construção residencial e na indústria de bens de consumo duráveis. Nesses casos, os dois principais fatores determinantes foram os seguintes: i) políticas públicas – Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), mudanças no marco regulatório do setor elétrico e melhoria do ambiente institucional no segmento de construção residencial (patrimônio de afetação e alienação fiduciária); e ii) crescimento do mercado consumidor doméstico – expansão da massa salarial e do crédito.

A generalização do ciclo de investimento deu maior solidez ao processo. As inversões em infra-estrutura, além de aumentarem a competitividade sistêmica da economia, tiveram a capacidade de alavancar investimentos do setor privado em outros segmentos – efeito arraste. A expansão dos setores de bens de consumo duráveis e de construção residencial, por sua vez, gerou efeitos multiplicadores na economia ao elevar o nível de renda e o volume de emprego. Como resultado, o investimento da economia deixou de ser motivado pelo cenário internacional favorável. O dinamismo do mercado interno também se tornou relevante. Os efeitos têm sido significativos. De fato, boa parte do crescimento do PIB em 2008 é explicada pelo desempenho do investimento.

Entretanto, a atual crise financeira internacional, iniciada em agosto de 2007 e agravada incisivamente após setembro de 2008,<sup>2</sup> pode, por sua intensidade, comprometer a continuidade do ciclo de investimentos em curso. A queda nos preços das *commodities* impactou setores que vinham liderando o crescimento dos investimentos na indústria – extração de petróleo e minério de ferro, siderurgia e papel e celulose. A restrição ao crédito, por outro lado, teve efeito significativo sobre o setor de veículos automotores e, em menor escala, sobre a construção residencial.

Nesse cenário, este número do *Visão do Desenvolvimento* tem um duplo objetivo. O primeiro é dar seqüência aos levantamentos anuais realizados pelo BNDES, desde 2006, sobre as

---

<sup>2</sup> Ver Borça Jr. (2008) – “Agravamento da crise leva economia mundial à recessão”. BNDES, *Visão do Desenvolvimento*, n. 59.

perspectivas de investimento para a economia brasileira, agora para o período 2009–2012. As pesquisas realizadas em 2006 e 2007 indicavam uma mudança no patamar e na composição das inversões na indústria, infra-estrutura e construção residencial. Dados posteriores do IBGE vieram confirmar esse cenário.

O segundo é identificar os impactos iniciais da crise sobre o horizonte de investimentos brasileiros para o período 2009–2012. O levantamento dos dados foi, a exemplo dos anos anteriores, concluído em agosto último, poucas semanas antes da violenta deterioração do cenário internacional em setembro do mesmo ano. Essa mudança no cenário econômico, além de retardar a publicação dos dados, levou à realização de novo levantamento – concluído no mês de dezembro.

### Composição dos Investimentos Mapeados

O mapeamento dos investimentos englobou 16 setores, sendo nove da indústria e seis da infra-estrutura, além do setor de construção residencial. A escolha dos setores deveu-se não somente à sua relevância para a formação da taxa de investimento da economia, mas também à existência de um conhecimento atualizado no Banco sobre os mesmos.

Na indústria, foram considerados os seguintes setores: i) petróleo & gás e extrativa mineral – intensivos em recursos naturais; ii) siderurgia; papel e celulose; química/petroquímica – área de insumos básicos; e iii) automotivo; eletroeletrônico (incluindo *software*); e complexo industrial da saúde (incluindo fármacos, equipamentos médico-hospitalares, hemoderivados e vacinas e reagentes para diagnósticos) – ligados à evolução do mercado doméstico; e, por fim, o setor sucroalcooleiro.

Na área de infra-estrutura, foram analisados os investimentos em: i) energia elétrica; ii) telecomunicações; iii) transportes rodoviário, ferroviário e portos – ligados à área de logística; iv) saneamento. A construção residencial completa o levantamento realizado. Os investimentos nesse setor, diferentemente dos demais, foram obtidos por meio de estimação econométrica.

De acordo com as estimativas da APE/BNDES, os setores pesquisados responderam, em 2007, por 54% do total da formação bruta de capital fixo (FBKF). O mapeamento abrange dois terços (66%) dos investimentos na indústria. Por conta de dificuldades de obtenção de informações, o levantamento não cobre setores industriais com grande número de micro e pequenas empresas, particularmente aqueles intensivos em trabalho. Ademais, abarca a quase totalidade dos projetos na infra-estrutura – cerca de 95%. Ficaram de fora as inversões em transporte coletivo urbano e aeroportos.

### Perspectiva de Investimento 2009-2012: Cenário Anterior a Setembro de 2008

Em agosto de 2008, as perspectivas eram de que os setores mapeados investissem cerca de R\$ 1,5 trilhão, entre 2009 e 2012. Esse valor, conforme mostra a Tabela 1, representava um crescimento médio de 12,1% a.a. frente ao período 2004–2007. Na comparação com as pesquisas realizadas pelo BNDES em anos anteriores, verificava-se um quadro de ligeira aceleração dos investimentos da economia. A pesquisa de 2006 apontava para uma expansão de 10,1% a.a. no período 2007–2010 frente a 2002–2005,<sup>3</sup> enquanto no mapeamento de 2007 o percentual aumentou para 11,8% no período 2008–2011 frente a 2003–2006.<sup>4</sup>

A indústria chamava atenção, com perspectiva de expansão de 14,4% a.a. nos investimentos. Na pesquisa de 2006, a taxa tinha sido de 12,9% a.a.,<sup>5</sup> enquanto na de 2007 foi de 12,4% a.a.<sup>6</sup> Essa aceleração indicava uma terceira onda de investimentos, caracterizada por um volume ainda maior de projetos em petró-

<sup>3</sup> Ver Torres & Puga (2007) – “Horizonte de investimentos 2007/2010: uma síntese”. BNDES, *Perspectivas do Investimento 2007/2010* (org. Torres & Puga).

<sup>4</sup> Ver Torres, Puga & Nascimento (2007) – “Investimentos devem crescer mais de 10% ao ano em 2008/2011”. BNDES, *Visão do Desenvolvimento*, n. 43.

<sup>5</sup> Ver Puga & Torres (2006) – “Por que os investimentos na indústria vão crescer”. BNDES, *Visão do Desenvolvimento*, n. 19.

<sup>6</sup> Ver Puga & Borça Jr. (2007) – “Alta do investimento na indústria em 2008/2011 deve superar 12% ao ano”. BNDES, *Visão do Desenvolvimento*, n. 40.

## Tabela 1

### Taxa de Crescimento dos Investimentos (% a.a.) em Agosto de 2008

	Investimentos (R\$ Bilhões)		
	2004–2007	2009–2012	Taxa de Cresc. (% a.a.)
Indústria	281,5	551,7	14,4
Infra-Estrutura	185,3	338,5	12,8
Construção Residencial	357,0	570,4	9,8
<b>Total</b>	<b>823,9</b>	<b>1.460,6</b>	<b>12,1</b>

Fonte: BNDES, MDIC, PAC e Presidência da República.

leo & gás, na siderurgia e no setor automotivo. Na siderurgia, a expectativa era de que a produção de aço fosse dobrar entre 2008 e 2014. No segmento automotivo, o forte aumento na demanda de automóveis e na utilização da capacidade instalada estimulava um cenário de implantação de novas fábricas.

### Perspectiva de Investimento 2009-2012: Cenário Posterior a Setembro de 2008

O impacto da crise financeira internacional magnificou as incertezas quanto ao futuro da economia mundial, o que tenderia a acarretar um adiamento de projetos e provocar revisão dos planos de investimento das empresas. Para obter uma aproximação da magnitude desse efeito, o novo levantamento, realizado em dezembro de 2008, tratou de separar, entre as inversões mapeadas, os projetos considerados firmes daqueles afetados negativamente pelas incertezas.

A Tabela 2 compara os mapeamentos realizados antes do agravamento da crise financeira (agosto de 2008) e depois (dezembro de 2008). Os resultados mostram uma diferença pouco significativa entre a posição de agosto e a de dezembro de 2008, evidenciando, até então, o baixo montante de investimentos efetivamente cancelados por conta da crise. Observa-se também, no

**Tabela 2**  
**Investimentos Mapeados no Brasil (2009–2012)**

Setores	Investimentos 2009–2012 (R\$ Bilhões)	
	Posição em Ago. 2008	Posição em Dez. 2008
		<b>Firmes</b>
<b>1- Indústria e Infra-Estrutura</b>	<b>890,2</b>	<b>769,3</b>
<b>Investimentos Mantidos</b>	<b>624,5</b>	<b>620,4</b>
Petróleo e Gás	269,7	269,7
Energia Elétrica	141,1	141,1
Telecomunicações	77,8	77,8
Saneamento	49,4	49,4
Rodovias	27,8	26,7
Eletroeletrônica *	27,0	24,0
Petroquímica	23,7	23,7
Indústria da Saúde **	8,0	8,0
<b>Investimentos Reduzidos pela Crise Internacional</b>	<b>194,7</b>	<b>104,9</b>
Extrativa Mineral	72,3	48,0
Siderurgia	60,5	24,5
Automotivo	35,3	23,5
Papel e Celulose	26,7	9,0
<b>Investimentos Reduzidos por Outros Fatores</b>	<b>71,0</b>	<b>43,9</b>
Sucroalcooleiro	28,5	19,7
Ferrovias	28,9	17,0
Portos	13,6	7,2
<b>2- Construção</b>	<b>570,4</b>	<b>535,7</b>
<b>Investimentos Reduzidos pela Crise Internacional</b>	<b>570,4</b>	<b>535,7</b>
Construção Residencial	570,4	535,7
<b>Total</b>	<b>1.460,6</b>	<b>1.305,0</b>

*Fonte: BNDES.*

*\* Inclui software.*

*\*\* Inclui fármacos, equipamentos médico-hospitalares, hemoderivados e vacinas e reagentes para diagnósticos*

cenário de dezembro – o qual compreende somente os projetos considerados firmes –, que as perspectivas de investimento caem para R\$ 1,3 trilhão, entre 2009 e 2012. Trata-se, portanto, de uma redução moderada de 11% em relação ao valor anterior de R\$ 1,5 trilhão. Essa constatação pode parecer surpreendente ante a gravidade da crise mundial e requer explicações mais detalhadas.

Em termos setoriais, percebe-se a existência de três grupos distintos de reação à crise. O primeiro é formado pelos setores *cujos investimentos tendem a continuar firmes, apesar do agravamento da crise internacional*. Nesse caso, destacam-se: petróleo & gás, eletroeletrônica, indústria da saúde, energia elétrica, telecomunicações, saneamento e rodovias.<sup>7</sup> Esse grupo representa 43% do mapeamento de agosto de 2008 e foi responsável por 23% da formação bruta de capital fixo em 2007.

Especificamente no que tange à cadeia de petróleo & gás, o plano estratégico da Petrobras, recentemente divulgado, foi revisto para cima, posto que os valores de agosto de 2008 não consideravam os investimentos na camada pré-sal.

Em geração de energia elétrica, os programas de investimento das empresas têm elevada estabilidade, visto que estão atrelados a contratos celebrados de fornecimento de energia realizados pelo governo. O cumprimento dos compromissos de oferta de energia contratada e a obtenção de licenças – de instalação, de operação e ambiental – geram um custo significativo para a interrupção de investimentos já iniciados.

Em telecomunicações, os investimentos também são muito firmes, tanto por conta da forte concorrência das empresas pela introdução de novos produtos/serviços como pela necessidade de atualização tecnológica – o que demandará inversões significativas na terceira geração (3G) da telefonia móvel, em TV digital e na utilização do Wimax (sistema sem fio que oferece banda larga a distância). Finalmente, o compromisso do governo com o PAC deverá manter elevados os investimentos em saneamento e em rodovias.

---

<sup>7</sup> A revisão para baixo de 10% nos investimentos em eletroeletrônica foi considerada pequena frente à gravidade da crise internacional.

O elevado peso desses setores no conjunto da formação bruta de capital fixo contribui de modo importante para explicar a relativa robustez dos investimentos mapeados.

O segundo grupo é constituído tanto pelos setores da indústria e da infra-estrutura cujos investimentos tendem a ser mais afetados pela crise – extrativa mineral, siderurgia, papel e celulose, automotivo – quanto pela construção residencial. Esse grupo representa 52% do mapeamento de agosto de 2008 e foi responsável por 28% da formação bruta de capital fixo em 2007.

No que toca à indústria extrativa mineral, a queda na construção civil da China, nos meses seguintes ao agravamento da crise internacional, aponta para um cenário de menores preços e demanda por minerais metálicos. Observa-se, no entanto, que vários projetos estão associados à concessão pública. Nesses casos, a obtenção de licenças representa um elevado custo afundado (*sunk cost*), estimulando a não-paralisação dos investimentos.

Em que pese a reavaliação, o montante de R\$ 48 bilhões de investimentos previstos para 2009–2012 na indústria extrativa mineral é semelhante aos R\$ 47 bilhões investidos pelo setor entre 2004 e 2007. Algumas empresas necessitam realizar investimentos por conta de esgotamento de minas. No caso da Vale, por exemplo, a estimativa de investimentos é compatível com seu plano de crescimento orgânico, anunciado pela empresa em seu orçamento de investimentos para 2009.

Os setores de siderurgia e papel e celulose, que vinham apresentando crescimento de investimentos bem acima da média da indústria, estão tendo de reavaliar seus projetos por conta da forte reversão na trajetória dos preços de aço e de celulose no mercado internacional. Em papel e celulose, apenas um terço (33%) dos investimentos mapeados em agosto de 2008 pode ser considerado firme. Essa reavaliação, no entanto, deve-se mais à não-confirmação e a adiamentos de projetos do que propriamente aos cancelamentos.

A revisão nos investimentos também foi significativa em veículos automotores. No entanto, o cenário mais pessimista sobre as perspectivas de investimento para 2009–2012, de R\$ 23,5

bilhões, ainda é bem superior aos R\$ 15 bilhões investidos pelo setor entre 2004 e 2007. De fato, nos nove primeiros meses de 2008, o setor estava operando acima de seus níveis normais de utilização da capacidade instalada, com até três turnos de trabalho durante sete dias por semana. Por esse motivo, as empresas estavam pensando em ampliar significativamente seus investimentos. Em setembro de 2008, esse ciclo de inversões estava em curso. Entretanto, a perspectiva de construção de novas fábricas deixou de existir no médio prazo.

No que tange à construção residencial, embora exista um montante significativo de projetos já contratados e em fase inicial de obras, minimizando, em parte, os impactos da crise, a estimativa é de que haja uma desaceleração dos investimentos no setor, a ser mais sentida no segundo semestre de 2009. A forte retração das vendas de aços laminados ao longo do último trimestre de 2008 sinaliza um panorama menos favorável para o ano de 2009.

Finalmente, o terceiro grupo é composto pelos setores *com elevados volumes de investimentos considerados não-firmes, motivados por outros fatores que não a crise internacional*. Entre esses, temos: sucroalcooleiro, ferrovias e portos. Esse grupo representa 8% do mapeamento de agosto de 2008 e foi responsável por 2% da formação bruta de capital fixo em 2007.

No caso do sucroalcooleiro, as empresas vinham apresentando programas muito ambiciosos de crescimento. Antes de setembro de 2008, o volume de investimentos do setor já não era considerado sustentável. Nos setores de ferrovias e portos, por sua vez, existe um conjunto expressivo de projetos com pendências para início das obras.

### Perspectiva de Crescimento nos Investimentos

O mapeamento realizado em agosto de 2008 apontava para uma perspectiva de taxa anual média de crescimento real dos investimentos de 12%, entre os períodos de 2004–2007 e de 2009–2012. O agravamento da crise financeira internacional no mês seguinte levou a uma revisão para baixo desse percentual.

**Tabela 3**

**Crescimento dos Investimentos 2009–2012 – Projetos Firmes**

Setores	Investimentos (R\$ Bilhões)		
	2004–2007	2009–2012	Taxa de Cresc. Média ao Ano (em %)
Indústria	281,5	450,1	9,8
Infra-Estrutura	185,3	319,1	11,5
Construção Residencial	357,0	535,7	8,5
<b>Total</b>	<b>823,9</b>	<b>1.305,0</b>	<b>9,6</b>

Fonte: BNDES.

Quando se consideram somente os projetos firmes, essa taxa cai para 9,6% a.a. (Tabela 3).

A análise dos setores afetados pela crise internacional mostra que a indústria sofrerá a maior reavaliação nas perspectivas de investimento. Ainda assim, por conta principalmente da solidez das inversões em petróleo & gás, a indústria continua a apresentar uma significativa taxa de crescimento dos investimentos – de 9,6% a.a. A rigidez dos projetos de infra-estrutura implica uma expansão anual real de 11,5%. Na construção residencial, a redução da taxa de crescimento das inversões é moderada, atingindo 8,5% a.a.

## Conclusão

Em agosto de 2008, o mapeamento sobre as perspectivas de investimento no Brasil para o período 2009–2012 apontava para um aumento substancial no nível de inversões na economia brasileira. O agravamento da crise financeira internacional no mês seguinte levou à realização de um novo levantamento – concluído em dezembro de 2008 –, que incluiu somente os projetos considerados firmes.

O novo levantamento mostrou que a crise financeira internacional deverá ter efeitos mais significativos sobre os investimentos na indústria, seguida pela construção residencial. As inversões na infra-estrutura, por sua vez, devem ser bem menos afetadas. No

âmbito geral da pesquisa, observa-se que, mesmo com a crise, há uma expectativa de crescimento média de 9,6% a.a. nos investimentos, na comparação entre os períodos de 2004–2007 e de 2009–2012.

Os segmentos de energia se destacam pela quantidade de projetos que devem ser mantidos, mesmo com o agravamento da crise. Em petróleo & gás, as inversões na exploração de petróleo estão associadas a um ciclo de longo prazo de investimentos, que tende a se sustentar com a abertura da fronteira do pré-sal. Em energia elétrica, os programas de investimento estão atrelados a contratos celebrados de fornecimento de energia realizados pelo governo. Em telecomunicações, o desenvolvimento em curso de novas tecnologias implica significativos investimentos das empresas, sob risco de perda significativa de participação de mercado.

Os setores mais afetados pela crise internacional são de dois tipos. No primeiro grupo, estão os produtores de *commodities*, cujos investimentos estavam voltados para atender a um forte aumento da demanda mundial por produtos básicos – extrativa mineral, siderurgia e papel e celulose. No segundo, estão aqueles que dependem das condições do crédito doméstico – automotivo e construção residencial.

No quarto trimestre de 2008, as empresas dos setores acima mais adiaram do que cancelaram suas decisões de investir. A existência de importantes projetos já em curso implica que as inversões devem se manter em patamares ainda elevados frente ao período 2004–2007.

Em suma, a crise internacional já está tendo efeito sobre os investimentos no Brasil. O impacto até o quarto trimestre de 2008 era, do ponto de vista global, pouco significativo. Isso se deve à existência de um robusto ciclo de inversões em setores que respondem por parcela expressiva da formação bruta de capital fixo da economia. Nesse grupo, concentra-se, especialmente, o setor de telecomunicações e, no “bloco energia”, petróleo e gás e energia elétrica. O segundo grupo inclui importantes projetos que já estão em curso em setores afetados pela crise internacional, mas que em parte deverão ser mantidos, tendo em vista os “custos afundados” já incorridos – extrativa mineral e siderurgia.



**O BNDES não credencia nem indica quaisquer consultores, pessoas físicas ou jurídicas, como intermediários para facilitar, agilizar ou aprovar operações com o próprio Banco ou com as instituições financeiras credenciadas a repassar seus recursos.**

