TCC/UNICAMP
T868p
IE/3074

1290003074
IE
TCC/UNICAMP T868p

Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP
IE – Instituto de Economia

UNICAMP

Países Emergentes: uma análise econômica e financeira

Guilherme Alexandre de Thomaz
R.A.: 016217

Monografia sob a orientação da Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates

Campinas, Julho de 2006

CEDOC/IE

Índice

Capítulo 1. Introdução..... pg 03

Capítulo 2. Contexto Internacional: Tendências Estruturais e a Conjuntura Recente..... pg 05

2.1 O ciclo de liquidez financeira no último triênio..... pg 07

2.2 O papel da China no cenário internacional e os "elos da engrenagem"..... pg 09

2.3 A formação de blocos como análise de estudo..... pg 12

Capítulo 3. Análise da Inserção Internacional dos Países Emergentes no Período 2003-2005..... pg 15

3.1 Indicadores Utilizados: Conta Corrente e Conta Financeira..... pg 19

3.2 O Comportamento da Conta Comercial..... pg 19

3.3 O Comportamento da Conta Financeira ..... pg 25

3.4 Indicadores de Solvência e Liquidez Relacionados a Vulnerabilidade Externa..... pg 34

Capítulo 4. Conclusão..... pg 40

Capítulo 5. Referências Bibliográficas..... pg 42

Capítulo 1. Introdução

Desde a década de 80 observa-se um movimento de liberalização dos fluxos comerciais e financeiros em âmbito internacional. Mediante este trabalho pretende-se avaliar a evolução da inserção internacional de uma amostra de países emergentes nos últimos anos (2003, 2004 e 2005). Do dicionário Houaiss, emergente, na terceira acepção do adjetivo de dois gêneros significa: "que ou o que se encontra supostamente no rumo do desenvolvimento".[1] Com o passar dos tempos outros títulos foram dados à concepção de países emergentes como por exemplo "terceiro mundo", países "em desenvolvimento", "retardatários", "subdesenvolvidos" ou "periféricos", economias "reflexas", mas, segundo André Biancareli (Política Econômica em Foco, 2005/2006, pg 1) *"quase todos esses conceitos traziam embutida uma dimensão – a da subordinação da dinâmica interna às tendências da economia global, particularmente aos movimentos dos países centrais – que, do ponto de vista adotado aqui, continua essencial para (quase) todas as economias renomeadas."*

Selecionou-se um grupo que se considera representativo, do qual temos: China, Índia, Malásia, Coréia do Sul, Argentina, Brasil, México, Turquia. Para este estudo serão utilizados tanto indicadores econômicos relacionados à inserção externa das economias, incluindo indicadores de comércio (como taxa de câmbio, exportações, importações, balança comercial) e indicadores relacionados à conta financeira (dívidas externas, fluxos de capitais). Todos os indicadores serão especificados e definidos durante o desenvolvimento do trabalho e serão elaborados a partir de dados de conjuntura coletados através de publicação de Instituições Internacionais e Nacionais.

O destaque maior será dado aos anos mais atuais de 2003 até 2005. A escolha desse período justifica-se pelo ciclo de liquidez e de expansão do comércio internacional verificado, que proporcionou um crescimento generalizado desses países emergentes. Porém o estudo destacará o Brasil, com a realização de uma análise da evolução recente de alguns indicadores relacionados ao setor externo. Em seguida, será analisada a trajetória de alguns países emergentes no período em questão, principalmente com base na evolução do seu Balanço de Pagamentos, no intuito de especificar as características da inserção internacional desses países nesse triênio, e as diferenças e semelhanças em relação à trajetória da economia brasileira. Parte-se da hipótese preliminar de que cada país diferenciou-se em relação ao padrão de crescimento e de absorção de recursos externos.

Assim, o objetivo da análise é identificar as várias formas diferenciadas de inserção internacional, principalmente a do Brasil. Porém, o importante a se ressaltar nesse trabalho é a interação não só entre os países emergentes como também a interação desses com o resto do mundo, pois essa interação mostra características se não mais importantes, pelo menos principais,

[1] Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa, edição eletrônica. Disponível em: <http://houaiss.uol.com.br>.

para se poder chegar ao objetivo proposto. Para isto o uso de teorias e definições tanto quanto a separação dos países em centro e periferia, ou ainda a separação dos países emergentes entre *Trade Accounts* e *Capital Accounts* (definição esta que terá que ser realizada com os devidos cuidados em razão de sua fragilidade na generalização entre os países emergentes), se farão essenciais.

De uma forma sucinta, no capítulo a seguir serão destacadas as tendências estruturais e as características conjunturais da economia internacional cujos países emergentes estão inseridos, buscando a formação de um cenário que sirva como base para entendermos a inserção desses países no comércio internacional. Também serão expostas certas definições relevantes sobre esse aspecto da economia internacional.

No capítulo 3 colocar-se-á uma base de dados e análises que caracterizem o tipo de inserção internacional que os países emergentes escolheram e estão escolhendo no último triênio, privilegiando-se a análise comparativa do Brasil aos demais países do mesmo grupo emergente. Após essas análises, resta buscar uma conclusão no capítulo 4 do impacto exercido ou não do tipo de inserção seguido sobre a vulnerabilidade de cada país em desenvolvimento, e como essa vulnerabilidade pode influenciar ou não os rumos futuros da economia internacional.

Capítulo 2. Contexto Internacional: Tendências Estruturais e Conjuntura Recente

A análise histórica recente induz a contextualização internacional ao advento da "liberalização" global, ou seja, ao abandono do regime de Bretton Woods. A nova ordem liberal surge como uma dialética do regime acima citado, de forma caótica e desordenada (Block, 1997 e Gilpin, 1987).

O neoliberalismo, assim chamado, propõe reformas estruturais nas áreas comercial, financeira e produtiva, a fim de respeitar uma seqüência lógica de um projeto neoliberal segundo a qual estas reformas devem ser realizadas. Para estes, segundo Mckinnon (1991) as reformas deveriam obedecer a seguinte ordem, como condição de êxito do programa: ajuste fiscal; aprofundamento financeiro doméstico; liberalização comercial; e, por último abertura financeira externa. Segundo os defensores de tal programa, as crises vieram do não seguimento de tal ordem colocada, porém há muito mais detalhes do que apenas a seqüência de tal reforma para o cenário atual.

A economia internacional vive sua segunda fase de ciclo de crescimento após a instituição da globalização, ciclo esse que se inicia em 2003 e continua até os dias de hoje (2006). Segundo Biancareli[2] "*O bom momento internacional parece antes de tudo conseqüência de uma rara combinação entre taxas de juros nos países centrais em níveis historicamente baixos, elevado apetite por risco dos investidores internacionais, crescentes desequilíbrios comerciais e em conta corrente da economia líder, e emergência de um novo pólo de crescimento global*".

Porém esse novo ciclo se diferencia por apresentar não apenas impactos nos emergentes, mas também reflexo nas dinâmicas internas e externas de alguns dos países que se enquadram em tal grupo. Os países emergentes têm ganhado considerável espaço frente ao cenário internacional devido à conjuntura econômica favorável ao seu crescimento, expresso no forte crescimento da economia e do comércio globais e nas condições de liquidez excêntricas, combinada com superávits em conta corrente e estoques de capital. E é para essa característica que temos que nos atentar. (Biancareli, 2005).

Mesmo com a recuperação do crescimento em 2003 e aceleração do mesmo em 2004, podemos considerar que este não gerou e ainda não gera uma situação de otimismo na qual a economia mundial poderia entrar em um período extenso de crescimento. Observamos que a taxa de crescimento entre os países é desigualmente distribuída, tanto entre os países desenvolvidos, dos quais a área européia permanece cada vez mais para trás, como entre os países em desenvolvimento, dos quais o rápido e sustentado crescimento concentra-se no leste e sul asiático (Rubens Ricupero,

[2] Política Econômica em Foco , 2005, pg 51.

Trade and Development Report, 2004). Porém se em todo o ciclo temos uma fase de ascensão seguida de uma fase de queda, podemos considerar que os países emergentes estão em uma fase positiva de um ciclo de crescimento, mesmo que apresentando crescimentos diferenciados[3].

A recuperação da economia mundial foi e têm sido dirigida pela economia dos Estados Unidos, principalmente pelos seus altos gastos fiscais e pelos constantes déficits comerciais, causando o chamado "desequilíbrio global". Desse modo, a economia americana tem promovido uma forte demanda estimulando todo o resto do mundo, pois existe uma forte correlação entre os movimentos do produto global e dos Estados Unidos. Desse modo, as oscilações do crescimento nos Estados Unidos transformam-se rapidamente em oscilações importantes nas exportações dos demais países. (Antônio Carlos Macedo, Política Econômica em Foco, 2005/2006). E, além disso, alguns países na Ásia têm aumentado não só suas vendas ao exterior como também as suas compras do exterior (fator esse que será melhor discutido posteriormente). A performance econômica norte americana sendo "carro chefe" da economia mundial não é novidade, porém os déficits comerciais nesses últimos anos têm sido muito maiores do que em outros tempos. Por outro lado esse comportamento pode trazer conseqüência como alta da taxa de inflação, por exemplo, no preço das importações e particularmente no preço do petróleo[4].

Esse comportamento apresentado pela economia norte americana possui um grande dinamismo comercial e financeiro com o Leste Asiático. A expansão fiscal e os crescentes déficits comerciais têm gerado um significativo aumento das exportações desta última região. Porém essa dinâmica conduz os países em desenvolvimento do Leste Asiático a financiar os gastos e déficits dos Estados Unidos, pois esses mantêm seu câmbio a um nível competitivo, e para isso grandes intervenções têm que ser feitas buscando rápida acumulação de reservas internacionais, o que é conseguido através do aumento do volume deste indicador por meio de títulos do Tesouro Norte Americano[5] (Ricupero, 2004). Porém esse comportamento pode não ser sustentado por muito tempo devido à possibilidade de depreciação do dólar como resultado dos crescentes aumentos dos déficits norte americanos, o que levaria os países em desenvolvimento do Leste Asiático a diversificar suas reservas internacionais com o uso de outras moedas, principalmente o euro.

Com relação à América Latina, após dois anos de crescimento *per capita* negativo, o mesmo passou a melhorar a partir do segundo semestre de 2003. Saldos comerciais tornaram-se freqüentes não pela repressão das importações, mas sim pelo aumento das exportações, reflexo também do comportamento do comércio internacional já citado anteriormente (déficits norte americanos).

---

[3] Os dados sobre crescimento real do PIB serão expostos e analisados no capítulo 3.

[4] O aumento do preço do petróleo no período pode ser associado também ao grande aumento rápido da demanda da China. Para maiores informações ver Trade and Development Report, 2004, Unctade.

[5] Pela aceitação desses títulos norte americanos que podemos dizer que os países asiáticos estão "financiando" os déficits dos Estados Unidos.

Porém sérios obstáculos ainda persistem em tal região para se ter taxas de crescimento altas e sustentáveis, como as restrições monetárias (como taxa de câmbio muito volátil e altas taxas de juros). Novas iniciativas políticas permitiriam uma maior sustentabilidade do crescimento se estas buscassem o estímulo da demanda doméstica, além de outras mudanças como melhora do investimento e consumo, reformas fiscais em alguns países, melhores acesso a créditos domésticos, menores taxas de juros do que no passado, e melhor distribuição da renda (Ricupero, 2004).

Vemos em um período anterior mais longo que o aumento está mais relacionado ao comercio de manufaturados, acarretando em países que possuem sua pauta exportadora baseada principalmente nessa categoria terem um benefício maior. Porém no período mais recente dos últimos três anos notamos uma menor diferença dos movimentos das três principais categorias. E esse comportamento reflete nos preços das *commodities*, com estes variando segundo as tendências do comércio internacional[6]. (Biancareli, 2005/2006). Esse fato mostra que o bom momento vivido pelos países no âmbito comercial, principalmente os países cujas exportações são baseadas em *commodities*, estão fortemente dependentes da manutenção dos ciclos não só comerciais, mas também financeiros existentes na economia mundial nos dias de hoje.

2.1 O ciclo de liquidez financeira no último triênio

Um dos sucessos do desempenho comercial de um país emergente é sua capacidade de ter certo controle sobre sua taxa de câmbio, não apenas para permitir a sustentabilidade da competitividade dos termos de troca, mas também para dar ao país uma margem de ação caso precise realizar um ajuste em um choque exógeno. Com o processo de liberalização e o crescente fluxo de capitais nos últimos 30 anos, aumentaram muito a variedade e volume das transações financeiras, cuja direção do fluxo pode mudar rapidamente em resposta das expectativas dos investidores baseados nos seus portfólios. Por esse motivo o volume de capitais e fluxos dentro do país emergente (principalmente aqueles com fluxos de curto prazo, os quais serão especificados posteriormente) apresenta grande volatilidade e comportamento cíclico o que gera dificuldade em se ter certo controle sobre indicadores monetários como a taxa de juros e a taxa de câmbio, podendo até ocasionar em casos mais extremos uma crise financeira. (Ricupero, 2004) Essa ocorrência de movimentos é caracterizada por períodos grandes de apreciação da taxa de câmbio, seguidos de repentinas e acentuadas desvalorizações.

Porém uma acentuada e repentina desvalorização cambial possuem impactos domésticos complexos, pois está associada a uma queda da atividade econômica doméstica, pois terá que ser

[6] O comportamento dos preços tanto de *commodities* como os de manufaturados serão analisado no próximo capítulo com o estudo do índice de preços CRB.

reduzido às importações de bens intermediários e bens de capital, o que causa aumento de custos competitivos. Por esse motivo alguns países emergentes começaram a não adotar a liberdade total para o fluxo de capitais, como, por exemplo, o Leste Asiático, que diz não aplicar o "*open capital market strategy*", e *"isto deu a eles a possibilidade de simultaneamente controlar a taxa real de câmbio, a chave determinante dos custos competitivos das exportações internacionais, e a taxa real de juros, a chave determinante do investimento doméstico"* (Rubens Ricupero, Trade and Development Report, 2004, pg 9).

Tendo as características acima descritas em mente é interessante se destacar que, devido aos crescentes superávits (reflexo principalmente dos déficits norte americanos) e do aumento da acumulação de reservas, ocorre também um aumento dos fluxos de capitais.

Esse aumento se dá principalmente devido ao aumento do fluxo de capitais privados para as economias em desenvolvimento, que no triênio em estudo apresenta o maior nível desde 1997, sendo o chamado "ciclo de liquidez". Os anos de 1996 e 1997 marcaram o auge de uma primeira fase de abundância, com o aumento do IDE e surgimento de novas modalidades chegando-se a um volume que só foram superadas nesses anos recentes, marcando uma nova possibilidade, principalmente para a América Latina, de financiamento externo. Essa primeira fase se manteve até 1997 quando se inicia uma série de episódios de crise cambial[7]. Temos diferenças de crises em cada país emergente, porém de um modo geral o motivo para tais crises estavam na própria estratégia de estabilização adotada, pois *"a deterioração dos fundamentos era um processo endógeno, que decorria da entrada maciça de capitais prevista e provocada pelo modo de integração financeira e pelos diferenciais de rendimento, em meio a um ambiente de reduzida aversão ao risco e search for yield"*. (Biancareli, 2005/2006, pg 96). As crises duraram certo tempo, ocorrendo no México em 1994/1995, na Coréia no fim de 1997, na Rússia no fim de 1998, no Brasil em 1999, na Turquia em 2001 e na Argentina no primeiro mês de 2002.

A volta da disponibilidade de financiamento tem retorno na mudança de variáveis que antes eram considerados culpados pelas crises, mas agora apresentam sinais positivos e até oferecem certa proteção contra mudanças inesperadas, que são as variações das reservas internacionais como reflexo dos saldos comerciais, dado o resultado da conta capital e financeira, baseado no atual quadro de liquidez enorme. Observamos então um grande aumento da mobilidade internacional dos capitais devido a todo o processo de liberalização financeira interna e externa observada nos países, além do surgimento de novas modalidades com os chamados investidores institucionais, com *"o ganho relativo de participação das finanças de mercado e secutirizadas em relação aos*

[7] Entre as características comuns de uma crise cambial podemos destacar a deteriorização dos saldos comerciais, perda acentuada de reservas, grande desvalorização cambial e uso do cambio flutuante e reflexo no sistema financeiro que pode ocasionar até crise bancária ou fiscal. Para maiores informação ver Biancareli 2005/2006.

tradicionais fluxos de empréstimos bancários e o predomínio da lógica especulativa, entre outros aspectos" (Biancareli, 2005/2006, pg 90). Tivemos o aumento do IDE (Investimento Direto Externo) e também aumento dos fluxos de capitais de curto prazo (dados que serão expostos no capítulo 3), com estes últimos se destinando principalmente para os países emergentes com altas taxas de juros ou grandes apreciações da moeda[8]. Não apenas os fluxos de entradas batem recordes, mas também os de saída, devido aos movimentos já citados de acumulação de reservas e desendividamento externo (Daniela Prates, Política Econômica em Foco, 2005/2006).

O que não podemos nos esquecer em todo esse movimento de liquidez de capitais é que esse ciclo pode reverter-se e a relação entre causa e efeito dos fatores externos nas variáveis pode ser confundida no sentido dos fatores apontados como principais causadores do "bom" ciclo mudarem de posição, algumas vezes de forma repentina, fazendo com que os fatores externos revertam o ciclo. E essa reversão pode ser vista como algo possível no futuro, pois as características já aqui discutidas levam a crer que seria surpreendente a continuidade do financiamento abundante. Essa conclusão é posta com base em que uma contração da liquidez global pode ocorrer, visto que temos uma tendência de alta nas taxas de juros dos países centrais e os desequilíbrios da economia norte americana são crescentes; dado a forte ligação entre o financeiro e o comercial[9]; e ainda temos muita diferenciação entre os países emergentes nos resultados do período de grande liquidez, que irão impactar nos mesmo, particularmente nas diferenças no comportamento da taxa de câmbio[10]. Além disso, a dúvida sobre a sustentabilidade no cenário financeiro permeia a economia chinesa, já que essa, mesmo não apresentando desaceleração em seu crescimento econômico, o apóia sobre transformações estruturais de substituição de importações, tornando-se auto-suficiente e sobre queda de investimentos. "*A deterioração das boas condições comerciais pode começar a reverter os indicadores de conta corrente que, como visto, garantem até aqui uma situação mais confortável diante de uma reversão do ciclo de liquidez originada no centro*" (Biancareli, 2005, pg. 43). Nesse aspecto um melhor estudo sobre o caso chinês torna-se necessário.

2.2 O papel da China no cenário internacional e os "elos da engrenagem"

Após essa análise do ciclo de liquidez financeira, podemos voltar a discutir o cenário formado na economia mundial onde, o Leste e Sul Asiático formam de fato um bloco do dólar e são

[8] Caracteriza um país emergente *"capital aacount"*, definição esta que estará inclusa adiante nesse mesmo capítulo. Maiores detalhes e dados sobre o tipo de fluxos de capitais para os países emergentes serão dados no capítulo 3.
[9] Uma reversão no ciclo comercial de desequilíbrios devido aos déficits dos Estados Unidos irá impactar em outras variáveis (como por exemplo, as reservas internacionais) que farão com que ocorra impactos nos fluxos de capitais.
[10] O comportamento da taxa de câmbio e seus impactos, principalmente ligados a volatilidade e controle desse indicador por parte dos países emergentes será melhor discutido e comparado entre esses mesmos países no capítulo 3 desse mesmo trabalho.

fundamentais para continuidade do crescimento mundial, pois sem o constante crescimento dos déficits dos Estados Unidos, e certo controle da pressão sobre o dólar, a demanda do crescimento teria que ser "puxada" por outros países industriais, porém o crescimento da economia européia continua sendo dependente das suas exportações, que foram imensamente beneficiados pelos déficits nortes americanos. O ciclo comercial mesmo que subordinado, desempenha assim como ciclo financeiro, papel fundamental nas determinações dos impulsos externos para com os países emergentes, influenciando a possibilidade de crescimento e desenvolvimento.

Todos os países emergentes apresentaram taxas de crescimento do PIB no período em estudo[11], e além dos Estados Unidos a China tem papel fundamental na dinâmica do processo. Em 2003, 2004 e 2005 a China foi influência para o crescimento de vários países da região. Isto porque, de um lado a China exporta para os Estados Unidos, mas do outro o país importa dos países do resto da Ásia. E o crescimento das importações apresenta mesma velocidade do que o crescimento das exportações (Ricupero, 2004). Mas mesmo com esse comportamento a China ainda apresenta altos saldos comerciais, pois os países que possuem os maiores superávits comerciais com os Estados Unidos possuem uma tendência de apresentar igual superávits comerciais globais. (Macedo, 2005/2006). Entretanto alguns setores da economia chinesa já apresentaram sinais de superaquecimento, e algumas políticas restritivas foram utilizadas já em 2004, o que mostrou efeito sobre os outros países da região, inclusive o Japão. Desse modo o Leste e Sul Asiático geraram e *"tem gerado um padrão de integração de demanda e especialização que pode permitir manter uma relativa passagem de crescimento estável independente dos problemas cíclicos e estruturais do resto do mundo"* (Ricupero, 2004, pg 4).

A China apresenta um crescimento excepcional no último triênio[12], mas muito mais importante do que analisar as diferenças de taxas de expansão é analisar os fatores desse crescimento e conseqüências dentro da economia global e principalmente entre os países emergentes. O aproveitamento chinês segundo amplo estudo da OCDE foi devido *"a profunda reorientação das políticas econômicas das últimas décadas, através da eliminação de regras e atributos estatais nas mais diferentes esferas da atividade econômica, teria transformado a eficiência das empresas, criando uma grande economia market-oriented, na qual o setor privado já jogaria o papel chave"* (Biancareli, 2005/2006 - OCDE, Economic Surveys, China, 2005). E ainda não podemos nos esquecer da linha geopolítica que influenciou em tais aspectos através da busca de isolamento da União Soviética e do mercado japonês por parte dos Estados Unidos na segunda metade de 1980.

[11] Dados para tal indicador podem ser encontrados no capítulo 3 assim como explicação para o seu crescimento.
[12] Dados de crescimento podem ser encontrados no próximo capítulo deste mesmo trabalho.

A China possui fatores de grande atração de IDE (Investimento Diretos Estrangeiros), devido principalmente aos baixos custos de produção (baixos níveis de salários e mecanismos ruins de proteção social), ao ritmo de crescimento sustentado e alto, ao tamanho do mercado interno e sua localização na Ásia que faz com que cadeias produtivas se formem. (Biancareli, 2005/2006). E um dos elementos decisivos na estratégia chinesa é o alto fluxo de IDE subordinados ao planejamento e controle estatais. A China também lida com algumas características macroeconômicas que influenciam nos resultados como reduzido grau de abertura financeira, certo controle sobre sua taxa de câmbio, controle de preços através de políticas de renda e salários, e uso da política fiscal de maneira favorável e anticíclica. (Supachai Panitchpakdi, Trade and Development Report, 2005). Essa mistura de políticas de curto prazo com a atração de fluxos de IDE formam um ambiente favorável às exportações, que são o principal eixo para o crescimento apresentado no período.

Visto esses determinantes podemos passar para a análise da estruturação do mercado internacional nos últimos anos, onde a China apresenta papel fundamental, pois mais que um país exportador, a China é uma grande transmissão de dinamismo. Podemos considerar a formação de elos dentro do comercio internacional onde a China encadearia os mesmos. Teríamos um primeiro elo no qual a China apresenta um superávit bilateral em relação aos Estados Unidos e a Europa, e um segundo elo onde a China apresenta déficits com relação aos países da Ásia[13]. Essa seria uma primeira passagem do dinamismo dos países centrais para os países em desenvolvimento que já apresentam regiões industrializadas. Já o terceiro elo corresponderia ao fornecimento de produtos primários para a China, cujos principais fornecedores seriam América Latina, África, Rússia e Oriente Médio (além é claro das exportações desses últimos países destinadas ao próprio Estados Unidos). E como já citado anteriormente, pela dimensão financeira, a posição da China não fica menos fundamental para a manutenção do ciclo mundial. Seu carregado acumulo de reservas (características de tais reservas já citadas anteriormente) traz ao país e demais bancos asiáticos cheios de reservas internacionais um peso sobre a manutenção do financiamento dos déficits norte americanos através de um "acordo implícito", entre centrais e emergentes, das aplicações das reservas nos títulos em dólar. (Biancareli, 2005/2006).

A expansão comercial foi dirigida pela recuperação nos Estados Unidos e este fenômeno ganhou um nome: "a nova geografia do comercio". Nesse novo cenário os países emergentes ganharam uma importância dentro do comercio internacional nunca vista antes. E o reflexo desse crescimento foi a realocação da produção de manufaturados para algumas regiões, especialmente para o Leste e Sul da Ásia e países em transição da Europa Central e Oriental. Desse modo alguns países emergentes, principalmente dessas regiões citadas, vêm se transformando com todo esse

[13] Maiores dados e informações numéricas consultar China Trade Policy Review, da OMC. www.wto.org.

processo iniciado na segunda metade de 2003, em mercados envolvidos com manufaturados e *commodities*, pois enquanto suas indústrias de manufaturados crescem rapidamente cresce também a demanda por matérias primas, metais, produtos agrícolas além de comida para a população - as *commodities*. (Ricupero, 2004).

Resta saber até onde a economia chinesa terá capacidade de suportar esse cenário formado dentro do mercado mundial e manter o ciclo expansivo presente até o momento, pois os déficits comerciais dos Estados Unidos são crescentes, o que pode vir a ocasionar pressão sobre o dólar e impacto na acumulação de reservas dos países asiáticos. Também existe a possibilidade de desaceleração ou um "pouso forçado" por parte da economia norte americana, que irá refletir nos saldos comerciais da China e conseqüentemente alterar profundamente sua pauta de importação, o que ocasionaria desaceleração da transmissão do dinamismo para o resto dos países emergentes. Além desses pensamentos, mesmo que a economia chinesa continue no seu ciclo de expansão, outro fato poderia vir a "atrapalhar" essa fase de ascensão em que os países emergentes se encontram, e esse fato vem da idéia de não sabermos até onde a China irá continuar sua especialização em produtos de baixo conteúdo tecnológico. (Biancareli, 2005/2006).

2.3 A formação de blocos como análise de estudo

Para inicio do estudo é necessária uma distinção básica entre os países emergentes, que está relacionada ao dinamismo de cada país e que será utilizada no decorrer do trabalho. Esta distinção seria a separação dos países emergentes em dois grupos, os países *trade accounts* e os *capital accounts*[14]. Lembrando apenas que esta definição será utilizada apenas para a diferenciação dos países emergentes em dois blocos, podendo existir peculiaridades dentro de cada bloco, onde um país pode apresentar uma característica que não se enquadre no seu bloco[15].

Segundo Dooley, o mundo estaria separado na verdade em três grandes blocos, relacionados à suas características e também a sua geografia. Um dos blocos seria a região dos *trade accounts*, que inclui os países da Ásia; o segundo bloco seria os países centrais, que inclui os Estados Unidos; e o terceiro bloco seria a região dos *capital accounts*, que inclui Europa, Canadá e América Latina.

A região dos *trade accounts* se concentra principalmente na Ásia, onde as exportações significam crescimento. O comercio é baseado em manufaturas e ocorre compra de títulos dos Estados Unidos para financiar os déficits americanos (questão discutida anteriormente), o que aumenta muito suas reservas internacionais. Uma saída para tal situação é a importação de bens de

---

[14] A referência básica para a definição é o polêmico texto de Dooley, M. Folkerts-Landau, D. & Garber P. (2003) *An essay on the Revived Bretton Woods System*. (NBER Working Paper n. 9971).

[15] Por exemplo, a Argentina está no bloco dos países *capital accounts* e atualmente apresenta controle de capitais na sua economia.

capital dos Estados Unidos. As políticas monetárias dos países de tal região permitem um certo controle sobre suas taxas de câmbio e alguns preços administrados, ocorrendo também um controle sobre os fluxos de capitais. Além disso, depois das crises apresentadas na década de 90, os bancos centrais têm intervindo para limitar a apreciação das moedas de tais países. Esse bloco geralmente possui um controle sobre seu câmbio com relação ao dólar e flutua o mesmo contra os países da região *capital account* (Dooley, 2003).

Já os países da região *capital account* apresentam políticas monetárias mais flutuantes, como por exemplo, flutuação ou flutuação com certo controle da taxa de câmbio em relação ao dólar, e alto grau de abertura da conta financeira. Relacionam-se principalmente através do comércio de *commodities* e o aumento da acumulação de reservas internacionais é dificilmente conseguido por parte de seus governos[16] (Dooley, 2003). Além disso, o controle sobre os fluxos de capitais é muito baixo. A terceira zona, que engloba os Estados Unidos, é o centro e intermediação do sistema.

Uma das grandes diferenças que encontramos também entre os blocos *trade account* e *capital account* é o diferente tipo de financiamento dos déficits em conta corrente dos Estados Unidos. Enquanto a primeira região financia através de fluxos oficiais (através dos títulos norte americanos como citado anteriormente), a segunda região financia através de fluxos privados (Dooley, 2003). Apenas lembrando aqui que estes déficits norte americanos são a engrenagem do crescimento recente observado. Além disso, os fluxos destinados ao bloco *capital account* são fluxos de curto prazo, com os fluxos europeus durando um pouco mais, mas os investidores privados na América Latina apresentando agora em sua maioria capitais voláteis. A conseqüência dessa última característica é o fato de que os fundos podem deixar a América Latina de maneira fácil e rápida, e a incerteza nos Estados Unidos pode ser um fator decisivo para tal ocorrência[17]. Este fato acabaria ocasionando em depreciação das suas moedas em relação ao dólar. Lembrando apenas que o câmbio nesse mesmo bloco apresentou grande apreciação em 2003 e 2004.

Feitas essas considerações, entre o bloco dos *trade accounts* podemos destacar, segundo o grupo de países emergentes escolhido para esta análise, os países China, Índia e Asean-4. E entre o bloco dos *capital accounts* podemos destacar, dentro do nosso grupo, o Brasil, a Argentina, México e Turquia (Ricardo Carneiro, Política Econômica em Foco, 2004).

O que não podemos deixar de nos atentar é que, a "aceitação" desse sistema por parte da Ásia (recebimento de títulos dos Estados Unidos) não é algo que venha da afinidade irracional entre esses dois blocos. O crescimento da Ásia é resultado principal das suas exportações, e dificilmente

[16] No próximo capítulo veremos que as reservas internacionais de muitos países *capital account* aumentaram a partir de 2003, mas mesmo com esse aumento ficaram longe de chegar ao volume apresentado pelos países *trade accounts*. Para maiores detalhes ver capítulo 3 desse mesmo trabalho. Na década de 90 os países da região *capital account* quase não conseguiram nenhuma mudança nas suas reservas internacionais.

[17] Fato este que caracteriza um dos pontos principais da maior vulnerabilidade dos países do bloco *capital account* . Para maiores detalhes ver capítulos 3 e 4 desse mesmo trabalho.

outro bloco substituiria o dinamismo que os Estados Unidos têm promovido para as exportações da Ásia (Europa não conseguiria absorver a abundância de bens provenientes dessa região). Resta saber até quando que este sistema formado funcionará, até quando será suportada a pressão sobre o valor do dólar devido aos desequilíbrios causados pelos déficits norte americanos e em conseqüência até quando esses déficits ocorrerão, e por fim, até quando o sistema de financiamento desses déficits não causará impactos nas moedas dos países tanto do bloco dos *trade account* como do bloco dos *capital account,* provocando mudanças no comportamento dos mesmos (Dooley, 2003).

Seguindo essa linha de pensamento onde uma reversão do ciclo é possível de ocorrer em um futuro, entramos em uma outra questão importante com relação ao tipo de inserção internacional que cada país emergente optou: como essa inserção e suas características podem tornar ou não o país mais ou menos vulnerável, com maior ou menor vulnerabilidade externa. Temos como definição de vulnerabilidade, segundo o dicionário Universal[18], as seguintes frases: "*1- qualidade de vulnerável, que se pode causar prejuízo. 2- diz-se do lado fraco de uma questão ou assunto e do ponto moral por onde alguém pode ser atacado*". Entende-se por vulnerabilidade também a probabilidade de ser afetado por um risco de qualquer natureza e, neste sentido, a vulnerabilidade está vinculada à capacidade de enfrentar tal risco. Então, no caso em estudo, podemos entender vulnerabilidade externa como sendo o ponto fraco dos países emergentes com relação a choques ou eventos externos desestabilizadores e a capacidade dos mesmos de enfrentar tais choques sem que eles venham a impactar profundas mudanças nos seus indicadores tanto da dimensão comercial como da dimensão financeira e monetária, ocorrendo conseqüências e até restrições nas políticas utilizadas. Seria a capacidade de cada país emergente se "proteger" contra possíveis variações (no caso no mercado mundial) que levem a situações de restrições ou possíveis crises.

Após toda essa discussão e com base no cenário internacional podemos realizar o estudo dos indicadores de balanço de pagamentos dos países emergentes com o intuito de se buscar os diferentes tipos de inserções internacionais que cada um escolheu no último triênio, e suas conseqüências para com os mesmos. Podemos realizar uma comparação entre os países e blocos e nos atentar para uma análise mais detalhada para o Brasil.

[18] Dicionário Priberam, pode ser encontrado disponível on-line no endereço http://www.priberam.pt/dlpo/dlpo.aspx

Capítulo 3. Análise da Inserção Internacional dos Países Emergentes no Período 2003-2005

O processo de liberalização inicia-se nos anos 70, nos EUA e Inglaterra; nos anos 80, nos demais países centrais; e no final dos anos 90, primeira metade dos 90, nos países periféricos, tanto no âmbito comercial como no âmbito financeiro. Através do acompanhamento da economia e da política econômica dos países emergentes, podem-se elaborar cenários e possíveis características de inserção internacional, nunca nos esquecendo que cada nação possui condicionantes estruturais de formação e desenvolvimento que influenciam em cada análise, discutidos no capítulo anterior.

Podemos dar destaque dentro da gama desses países a uma seleção que representa de maneira aceitável o grupo, seleção esta que enquadra os principais países das duas grandes regiões de países emergentes (Ásia e América Latina) além da Rússia e Turquia da Europa emergente, possuindo esses países inserções internacionais distintas e geralmente relacionadas à região em que se apresentam. Esta seleção enquadra os seguintes países: China, Índia, Indonésia, Hong Kong, Malásia, Coréia do Sul, Filipinas, Cingapura, Taiwan, Tailândia, Argentina, Brasil, México, Rússia, Turquia.

Como já mencionado na introdução, o destaque maior será dado aos anos mais recentes (de 2003 até 2005), devido ao ciclo de liquidez e de crescimento do comércio internacional que foi verificado, ocasionando em crescimento generalizado na participação deste comércio por todos os países emergentes e os fatores que levaram a este fato vão ser mencionados durante esse capítulo. O objetivo é de caracterizar a trajetória de alguns países emergentes no período em questão no intuito de se formar um cenário necessário ao entendimento da situação em que o país se encontra, bem como especificar suas características na trajetória de inserção internacional no período. Essa análise é feita para os diversos países emergentes porque cada país se diferenciou em relação ao padrão de crescimento e absorção de recursos externos, e estas características serão expostas para análise da situação vigente de cada um (e também para cada bloco de países emergentes).

Os indicadores que serão utilizados tratam principalmente do balanço de pagamentos dos países em questão. Esses indicadores foram elaborados a partir de dados econômicos coletados em instituições internacionais, nacionais, e revistas sobre economia. Alguns dos indicadores foram montados segundo a necessidade que se encontrava para a caracterização da análise, porém outros já foram encontrados da maneira que serão expostos[19].

Após estudos e analise dos dados procurar-se-á se dar ênfase à diferenciação do tipo de inserção internacional enfrentada pelos países emergentes no período proposto, associando esta inserção à vulnerabilidade em geral que cada países apresenta, dando destaque para uma separação

[19] Todos os indicadores presentes nesse trabalho tiveram sua metodologia baseada no Relatório Metodológico, CECON (2005).

e comparação entre os dois grupos aqui em discussão (*trade accounts* e *capital accounts)*. Para melhor entendimento dessa questão da vulnerabilidade externa (com impactos também na economia interna) também se fará uso de indicadores de vulnerabilidade externa, que recebem o nome de Indicadores de Liquidez (que seriam indicadores desta vulnerabilidade no curto prazo) e Indicadores de Solvência (que seriam indicadores da vulnerabilidade externa no médio e longo prazo)[20]. Entende-se aqui por vulnerabilidade externa a vulnerabilidade a choques ou eventos externos desestabilizadores[21]. Em alguns momentos da análise serão apresentados dados específicos do Brasil (indicadores econômicos basicamente) procurando uma melhor análise de tal país.

Primeiramente temos que identificar o crescimento generalizado dos países emergentes ocorridos a partir do final de 2003, intensificado no primeiro trimestre de 2004, e que já apresenta sinais de reversão no início de 2005. E nada melhor do que o estudo do crescimento real do PIB dos países emergentes para se poder realizar tal tarefa, porque este indicador mede o crescimento econômico, anual e trimestral, contra mesmo trimestre do ano anterior, das economias em desenvolvimento selecionadas.

Com relação ao período em que o trabalho está sendo realizado (2003, 2004 e 2005) vemos que os países emergentes apresentaram um crescimento generalizado (ver tabela 1), que começou no final de 2003, teve seu auge no primeiro semestre de 2004, e já começou a apresentar perspectivas de redução no inicio de 2005 (ver tabela 1). As causas desse crescimento geral são associadas principalmente ao momento de ciclo expansivo do comércio internacional[22], mas o importante a se destacar nesse momento é que o crescimento apresentado no período em questão não foi particular de um ou outro país emergente[23].

---

[20] Indicadores de liquidez estão relacionados com os níveis de reservas internacionais do país, enquanto os indicadores de solvência estão relacionados com os níveis de exportações do país. Maiores detalhes ver Seção II, *Política Econômica em Foco*, n.4 maio/out. 2004.

[21] Uma melhor definição de vulnerabilidade pode ser encontrada no capítulo 2 desse mesmo trabalho.

[22] Os principais determinantes do crescimento geral podem ser encontrados no capítulo 2 desse mesmo trabalho.

[23] Em 2004 apenas dois países não apresentaram crescimento superior a 5%, México que cresceu apenas 4,4% e Coréia que cresceu apenas 4,6%. O primeiro caso pode ser relacionado com a concorrência dos produtos chineses, e o segundo pode ser relacionado com uma crise creditícia ocorrida em 2003.

Tabela 1:

Crescimento real do PIB, contra mesmo trimestre do ano anterior, em %

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 TI	2004 TII	2004 TIII	2004 TIV	2005 TI	2005 TII	2005 TIII	2005 TIV
Argentina	-0,8	-4,4	-10,9	8,8	9,0	11,3	7,0	8,3	8,4	8,0	10,1	9,2	9,1
Brazil	4,4	1,3	1,9	0,5	5,2	4,0	5,1	5,9	4,7	2,8	3,9	1,0	1,4
China	8,0	7,5	8,3	9,3	9,5	9,8	9,6	9,1	9,5	9,4	9,5	9,4	9,9
Hong Kong	10,2	0,5	1,9	3,2	8,1	7,0	12,1	7,2	7,1	6,0	6,8	8,2	7,6
India	4,7	4,8	4,4	7,5	7,3	8,2	7,4	6,6	6,2	7,0	7,0	8,0	7,6
Indonesia	4,9	3,8	4,4	4,9	5,1	4,5	4,3	5,0	6,7	6,4	5,5	5,3	4,9
Korea	8,5	3,8	7,0	3,1	4,6	5,3	5,5	4,6	3,3	2,7	3,3	4,4	5,2
Malaysia	8,9	0,3	4,1	5,3	7,1	7,6	8,0	6,8	5,6	5,7	4,1	5,3	5,2
Mexico	6,6	0,0	0,6	1,6	4,4	3,7	3,9	4,4	4,9	2,4	3,1	3,3	2,7
Philippines	4,4	1,8	4,3	4,7	6,1	6,5	6,2	6,3	5,4	4,6	4,8	4,1	6,1
Russia	10,0	5,1	4,7	7,3	7,1	7,5	7,3	6,4	6,7	4,9	6,1	7,0	7,0
Singapore	9,6	-2,0	3,2	1,4	8,4	7,5	12,5	7,5	6,5	2,5	5,2	6,0	8,7
Taiwan	5,8	-2,2	3,9	3,3	5,7	6,7	7,7	5,3	3,3	2,5	3,0	4,4	6,4
Thailand	4,8	2,2	5,3	6,9	6,1	6,6	6,3	6,0	5,1	3,3	4,4	5,3	4,7
Turkey	7,4	-7,5	7,9	5,9	8,0	10,1	13,4	4,5	6,3	4,8	4,2	7,0	9,5

Fontes principais – IMF – World Economic Outlook Database – www.imf.org;

Economist – Revista Semanal on line – www.economist.com

Para realização do estudo da inserção internacional dos países emergentes no cenário internacional, antes uma variável precisa ser expostas e analisadas como complementação do estudo proposto por esse trabalho. Essa variável é a taxa de câmbio, que possui relação direta com as políticas monetárias utilizadas em cada país emergente e suas características para cada país ou bloco foram expostas no capítulo 2 deste mesmo trabalho, bem como as conseqüências dessas características para os mesmos.

Essa taxa é importante por influenciar no comércio internacional (por ser formador de preço) e principalmente na vulnerabilidade externa no país, devido esta ser uma variável que pode ser causadora de uma crise (crise cambial[24]) e que pode influenciar na decisão dos agentes. O comportamento apresentado por cada países, seja ele qual for, apresenta impactos sobre suas respectivas economias, dada a extrema importância dessa variável tanto no comércio internacional, como no mercado interno (por exemplo, o "*pass trought*"[25] das variações cambiais sobre a inflação). Já o comportamento apresentado pelo gráfico apresentará impactos diferentes em cada país se uma possível reversão do ciclo internacional for realmente verificada como as previsões estão dizendo (por exemplo, uma reversão no comércio internacional pode apresentar um impacto muito mais negativo sobre as exportações brasileiras, devido a taxa de câmbio valorizada poder influenciar no preço de suas exportações).

Como podemos observar na tabela 2 e gráfico 1 na maioria dos países emergentes (dos quais estão incluídos Índia, Argentina, Rússia e outros) a partir de dezembro de 2003 a taxa de câmbio nominal apresenta poucas mudanças (no final de 2004 temos uma pequena valorização com relação ao período inicial). A China não está incluida no gráfico 1, pois sua taxa cambial é fixa no período

[24] Teríamos uma crise cambial quando capitais deixassem o país e o controle sobre tal variável iria se tornar algo sem sustentação.

[25] Influência que uma variação cambial pode causar sobre a inflação interna do país, através da passagem para os preços dos produtos. Detalhes ver Ming, Celso. http://txt.jt.com.br/noticias/99/03/01/cming.htm

em questão[26], apenas apresentando mudança no regime cambial em meados de 2005 (Biancarelli, 2005/2006). Os países emergentes que se diferenciaram foram a Turquia, que apresentou uma taxa de câmbio nominal mais instável, mas que, no período mais recente (a partir de dezembro de 2004) se enquadra na tendência geral já colocada; a Indonésia, que apresenta uma tendência desvalorização que destoa de todo o grupo; e no Brasil e a Coréia, que, após aproximadamente maio de 2004, apresentaram uma forte tendência de valorização muito acima do demais países, principalmente o Brasil, que apresentou uma valorização de aproximadamente 20% no período em estudo[27].

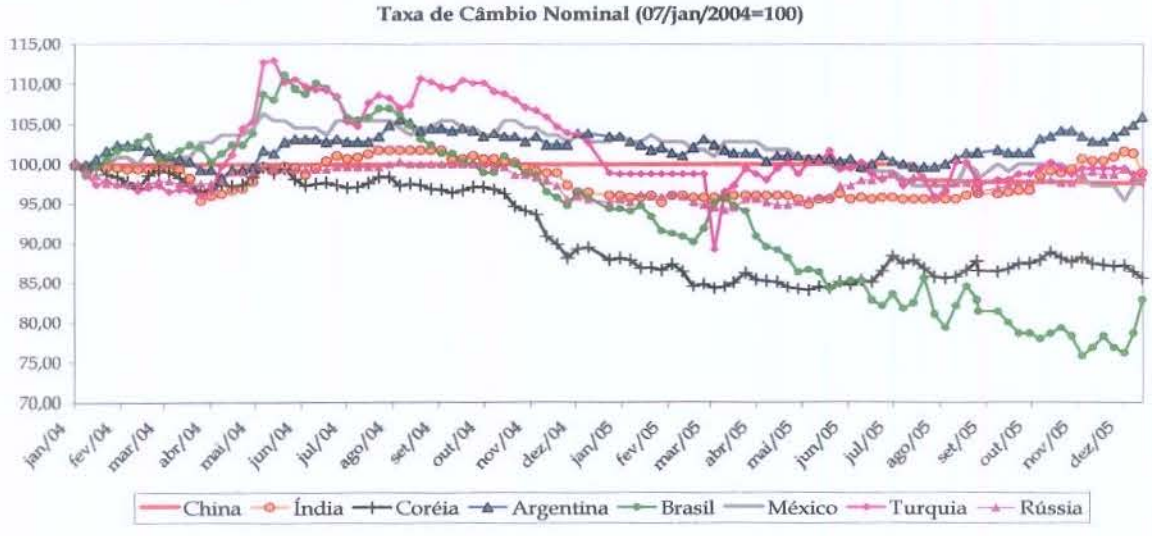
Tabela 2:

Tabela: Evolução recente do Indicador - Câmbio nominal, US$ milhões:

	1994	2000	2001	2002	2003	2004	2003 TIII	2003 TIV	2004 TI	2004 TII	2004 TIII	2004TIV
Argentina	100,0	100,0	100,0	306,0	290,0	292,0	283,3	286,0	288,7	288,3	297,3	294,3
Brazil	100,0	285,9	368,8	456,3	481,3	457,8	458,3	452,6	452,1	476,0	465,1	435,4
China	100,0	96,1	96,1	96,1	96,1	96,1	96,1	96,1	96,1	96,1	96,1	96,1
Hong Kong SAR	100,0	100,8	100,9	100,9	100,8	100,8	100,9	100,3	100,6	100,9	100,9	100,7
India	100,0	143,3	150,4	155,0	148,5	144,5	146,6	145,0	144,2	143,1	147,1	143,3
Indonesia	100,0	389,8	474,9	430,9	397,0	413,7	390,7	392,6	392,0	416,6	423,7	422,5
Korea	100,0	140,8	160,7	155,7	148,3	142,6	146,2	147,1	145,8	144,7	143,7	136,1
Malaysia	100,0	145,0	145,0	145,0	145,0	145,0	145,0	145,0	145,0	145,0	145,0	145,0
Mexico	100,0	279,9	276,3	285,8	319,2	334,0	316,6	330,8	324,9	336,7	338,9	335,2
Philippines	100,0	167,3	193,0	195,3	205,1	212,1	206,6	209,1	211,8	211,6	211,9	213,0
Russia	100,0	1272,9	1319,9	1418,6	1388,7	1303,6	1377,2	1348,6	1296,7	1307,7	1319,9	1290,8
Singapore	100,0	112,4	117,0	117,0	113,7	110,5	114,6	112,6	110,9	111,1	111,5	108,3
Thailand	100,0	159,5	176,7	170,8	164,9	159,9	164,1	158,0	155,7	159,9	164,0	160,0
Turkey	100,0	2111,6	4139,3	5090,5	5069,1	4814,6	4717,3	4879,7	4497,4	4904,5	4982,5	4874,0

Fonte principal – Economist – Revista Semanal on line – www.economist.com; IMF IFS Oct. 2004, Ec. Concept View, Country Exchange Rates, NATIONAL CURRENCY PER US$ (PER AVG), primeira série (AF.ZF)

Gráfico 1 (países selecionados):



Fonte principal – Economist – Revista Semanal on line – www.economist.com; IMF IFS Oct. 2004, Ec. Concept View, Country Exchange Rates, NATIONAL CURRENCY PER US$ (PER AVG), primeira série (AF.ZF)

26 Teríamos uma linha constante no patamar 100.

27 Biancareli, André M. Fim da Festa? Os países emergentes e a economia global. *Política Econômica em Foco*, n. 5, nov. 2004/abril 2005.

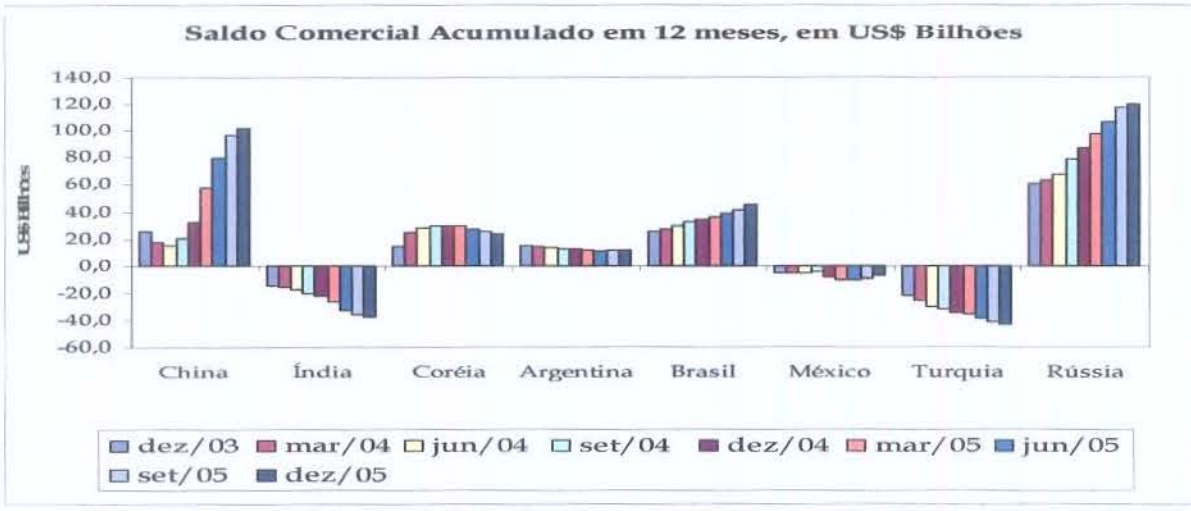
3.1. Indicadores Utilizados: Conta Corrente e Conta Financeira

Neste momento, para analisar a inserção internacional dos países emergentes e já tendo visto como complementação alguns indicadores interessantes que estão relacionados ao assunto, será feita uma divisão entre a dimensão comercial e a dimensão financeira que relaciona os países emergentes com o cenário internacional. Primeiro se fará o estudo do lado comercial e posteriormente faremos o estudo do lado financeiro.

3.2 O Comportamento da Conta Comercial

O primeiro indicador analisado da dimensão comercial é o Saldo da Balança Comercial. Este indicador é importante no intuito de se analisar as tendências e impactos do comércio internacional sobre a economia de cada país. No período em estudo o saldo comercial cresceu para todos os países emergentes (ver gráfico 2), principalmente no ano de 2004. É um fato característico do que se chama de "desequilíbrios globais" em curso no mundo: acumulação de superávits pelos países em desenvolvimento, contra os crescentes déficits nos Estados Unidos (desde o início de 2002 acima de 4% do PIB)[28]. Essa tendência maior, no entanto, não apaga os contrastes regionais e entre grandes países (ver gráfico 2). A predominância de países superavitários – com a exceção do México e Índia nos dois últimos anos – é absoluta e, em termos relativos, o desempenho brasileiro pouco se destaca[29].

Gráfico 2 (países selecionados):



Fonte principal - Economist – Revista Semanal on line – www.economist.com; FMI, CD IFS (Oct. 2004) – Economic Concept View, Balance of Payments, Trade Balance.

[28] Capítulo 2 desse mesmo trabalho.
[29] Biancareli, André M. A festa dos emergentes. *Política Econômica em Foco,* n. 4, maio/out. 2004.

Em uma análise mais detalhada para o Brasil podemos utilizar indicadores mais específicos que mostram a posição do mesmo com relação ao comportamento das exportações e importações brasileiras no comércio internacional. Um deles é a Composição do Saldo Comercial Tendencial. A decomposição do saldo comercial nos componentes sazonal, tendencial e não sistemático objetiva neutralizar a influência dos fatores sazonais e não sistemáticos no seu desempenho. Abaixo temos a definição do indicador bem como os dados apresentado no gráfico 3:

Gráfico 3:

Fonte principal - Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio – Estatísticas – Balança comercial mensal (http://www.desenvolvimento.gov.br/sitio/secex/depPlaDesComExterior/indEstatisticas).

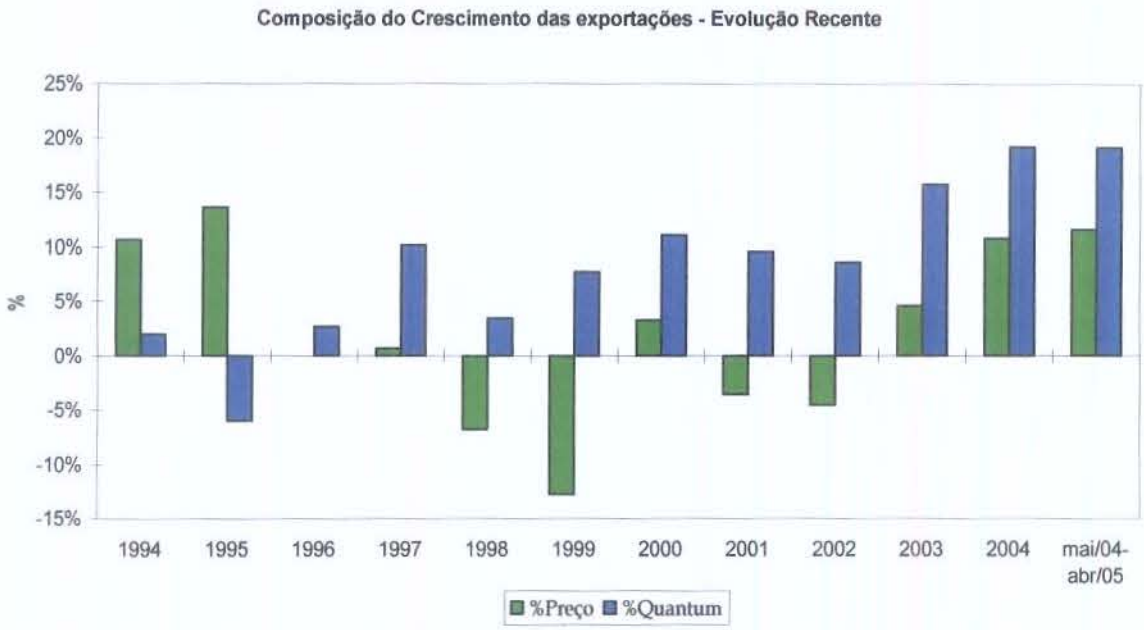
Através do gráfico 3 podemos mostrar que no Brasil tivemos o mesmo comportamento de crescimento do saldo comercial, já que os dados mostram uma elevação das exportações e das importações brasileiras, porém aumento muito mais acentuado das exportações que fez também com que o saldo comercial aumentasse em 2003, 2004 e inicio de 2005, principalmente no segundo semestre de 2004, aproximadamente a partir de junho, como mostra a linha do gráfico 3. Adiante será explicado os determinantes do aumento do saldo a partir da análise de outros indicadores de comércio exterior.

Outro indicador que podemos analisar para o Brasil que comprova o comportamento do saldo comercial é a Composição do Crescimento das Exportações e Importações, que avalia a contribuição das variações de preço e de quantidade no desempenho das exportações e importações, e os dados aqui colocados serão focados no comportamento de 2004 (período de ciclo decrescimento de tais variáveis). A decomposição da taxa de crescimento do valor exportado (ou importado) é feita descontando desta taxa à variação dos preços. O resíduo é considerado variação

de quantidade. Dessa forma, a agregação do efeito- preço com o efeito-quantidade é exatamente igual à variação do valor.

a) Composição do crescimento das exportações

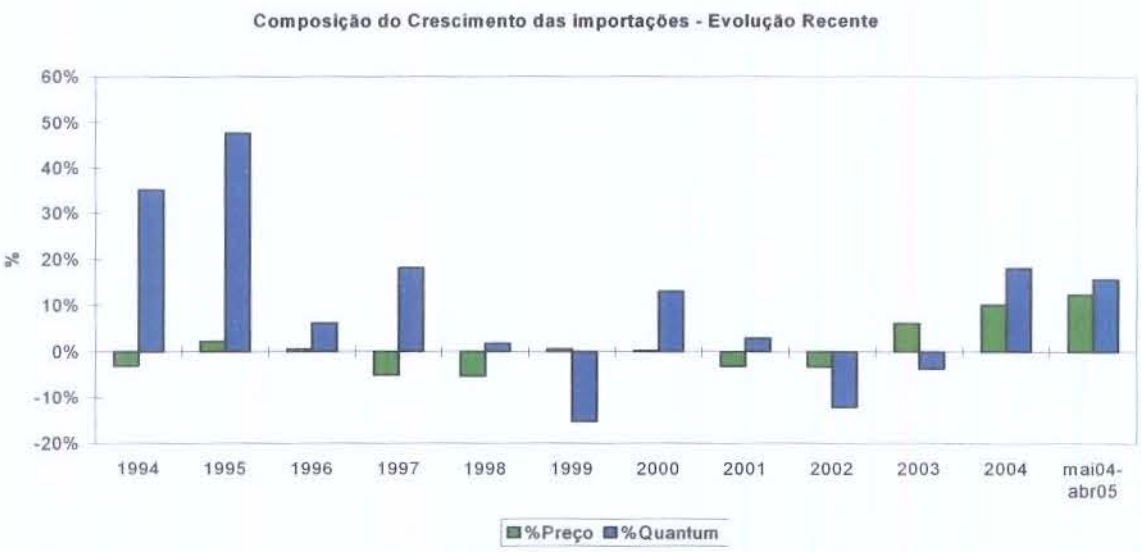
Gráfico 4:



Fontes principais - Importações: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio – Estatísticas – Balança comercial mensal (http://www.desenvolvimento.gov.br/sitio/secex/depPlaDesComExterior/indEstatisticas) - Índice de Preços Exportado: Funcex – Base de Dados (www.funcex.com.br/base2004).

b) Composição do crescimento das importações

Gráfico 5:



Fontes principais - Importações: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio – Estatísticas – Balança comercial mensal (http://www.desenvolvimento.gov.br/sitio/secex/depPlaDesComExterior/indEstatisticas) - Índice de Preços Exportado: Funcex – Base de Dados (www.funcex.com.br/base2004).

CEDOC/IE

Podemos ver nos gráficos 4 e 5 que tanto para as importações como para as exportações encontramos uma variação maior de quantidade do que de preço para 2004, porém em 2005 a variação dos preços foi maior. Mas o interessante a se destacar nesses indicadores é que as exportações tiveram um crescimento muito mais significativo do que as importações, reflexo do "boom" no comércio internacional em tal período que fez com que a maioria dos países emergentes aumentasse seu Saldo Comercial (devido o aumento das exportações) como já mostrado anteriormente.

Porém, com relação ao comércio internacional, outras considerações precisam ser levadas em conta, pois é nesse aspecto que as diferenças de inserções internacionais começam a ser verificadas. Nesse caso temos uma semelhança quantitativa das exportações de cada país, mas qualitativamente elas foram bem diferentes, ficando basicamente a exportação de produtos manufaturados por responsabilidade dos países *trade accounts*, e as exportações de *commodities* por responsabilidade dos países *capital accounts*[30], mas no caso brasileiro tivemos a influência tanto das *commodities* como dos produtos manufaturados (o que reforça que a tipologia *trade accounts* e *capital accounts* é precária). O destaque maior dado pelo lado das exportações se deve ao fato de que o crescimento geral verificado, pelos países emergentes, foi resultado principalmente do comportamento das vendas externas. O crescimento das exportações seria o impulso para a dinâmica do crescimento geral interno de cada país no período[31]. Esse fato pode ser verificado através do indicador mostrado abaixo, explicitando que não ocorreram grandes diferenças quantitativas, todos aumentaram seu comércio internacional (ver gráfico 6, que destaca dados até começo de 2005 apenas para mostrar esse comportamento citado em 2004). Este indicador seria o crescimento das exportações em 12 meses, que indica a taxa de crescimento das vendas ao exterior, comparando o total exportado nos doze meses anteriores ao mês de referência com o mesmo período de um ano antes. Procura medir a tendência geral das exportações e, pela comparação, a forma diferenciada de como os países se comportam nas diferentes fases dos ciclos do comércio internacional. Além do comércio mundial, tende a influir nessa taxa o comportamento das taxas de câmbio, que afetam a competitividade das exportações[32] e os termos de troca.

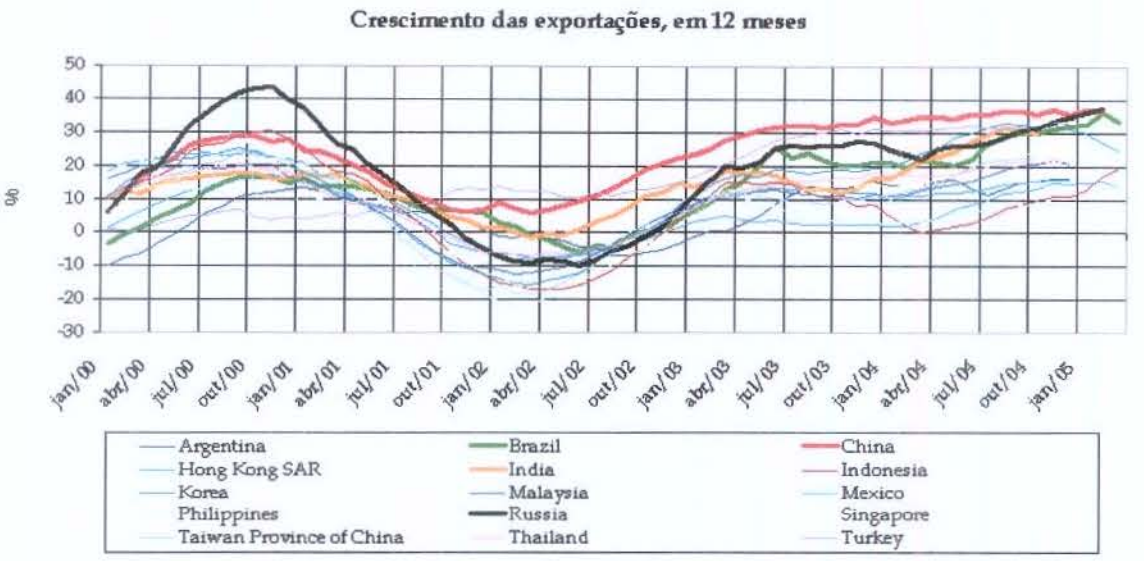
---

30 Trade Statistics 2004. World Trade Organization, 2004.

31 Ver caso do Brasil que apresentou recordes de saldos comerciais durante todo ano de 2004. Para maiores detalhes sobre saldos comerciais brasileiro ver Seção II, *Política Econômica em Foco*, n.4 maio/out. 2004.

32 Para detalhes sobre a definição do indicador ver Projeto de Pesquisa: Análise da Economia Internacional, da Conjuntura Macroeconômica e Cenários de Curto Prazo da Economia Brasileira, Cecon, 2005.

Gráfico 6 (países selecionados):



Fonte principal - FMI, CD IFS – World Tables, Exports.

A diferença colocada acima (qualitativa) causa um impacto nos países emergentes devido ao fato de que as *commodities* apresentam uma volatilidade cíclica com relação aos preços muito maiores que os manufaturados. Dessa maneira os países que apresentam sua pauta exportadora fortemente baseada em *commodities* estão muito mais vulneráveis a choques comerciais (ver gráficos 7A e 7B). Isso pode ser evidenciado através da análise do índice de preços CBR. No período foi verificado que o índice de preços CRB de grão já apresentou inflexão em abril de 2005, enquanto que o índice CRB de metais mostra uma tendência de já ter chegado ao seu máximo, indicando uma possível reversão deste já nos próximos meses posteriores a abril de 2005[33]. Isso mostra o caráter cíclico e alta variação do preço das *commodities*[34].

[33] Porém esse índice volta a crescer no final de 2005.

[34] Se o comércio internacional diminuir o preço das *commodities* também apresenta uma tendência de queda muito superior do que os produtos manufaturados, caráter esse que pode ser relacionado a elasticidade preço de cada produto.

Gráficos 7A e 7B:

Fonte principal – Commodity Research Bureau

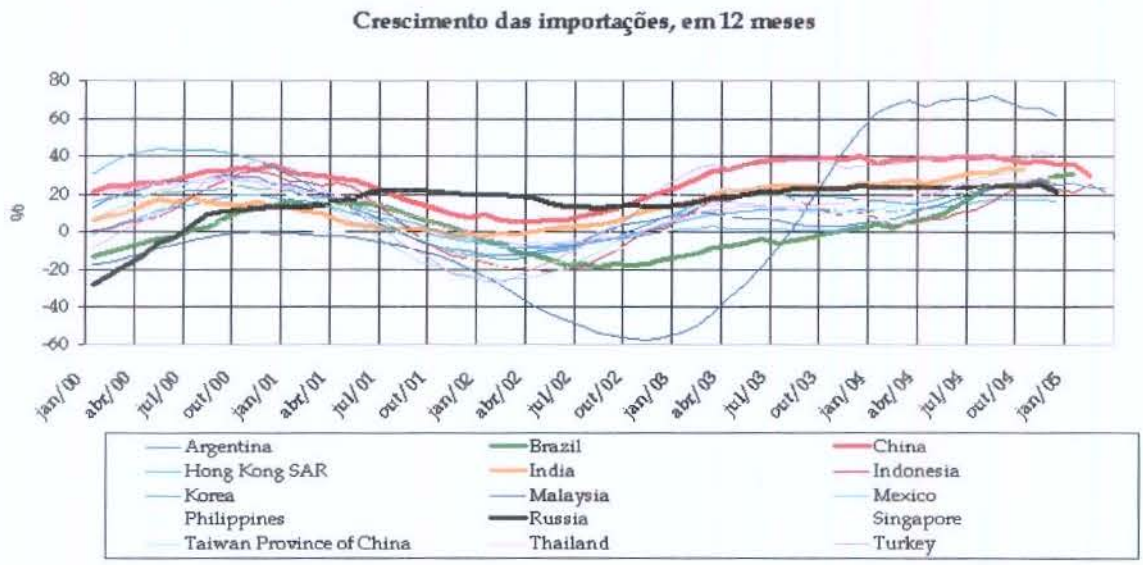
Fonte principal – Commodity Research Bureau

A dimensão comercial comercial é um dos condicionantes do tipo de inserção internacional seguida por cada país emergente. Nessa dimensão também é importante analisar o comportamento das importações em tal período, o que será feito a partir do indicador o indicador do "crescimento das importações em 12 meses", que indica as taxas de crescimento das compras do exterior, comparando o total importado nos doze meses anteriores ao mês de referência com o mesmo período de um ano antes[35].

35 Para detalhes sobre a definição do indicador ver Projeto de Pesquisa: Análise da Economia Internacional, da Conjuntura Macroeconômica e Cenários de Curto Prazo da Economia Brasileira, Cecon, 2005.

Neste caso das importações verifica-se também que ocorre um crescimento geral do volume de importações para os países emergentes (apenas com uma pequena distorção para a Argentina, ver gráfico 8, que destaca dados até inicio de 2005 apenas para destacar comportamento já citado em 2004), também devido principalmente ao crescimento geral observado. Porém, os saldos comerciais apresentados foram crescentes de uma maneira geral no período analisado, e ocorreu o crescimento do PIB. Isso evidencia que o crescimento das importações não foi tão forte (ou até muito menor) para conseguir neutralizar o crescimento das exportações[36] (o caso mais específico para o Brasil já foi mostrado anteriormente na gráfico 3).

Gráfico 8 (países selecionados):



Fonte principal - FMI, CD IFS – World Tables, Imports.

3.3 O Comportamento da Conta Financeira

No período em questão observamos um ciclo de liquidez que aumentou os fluxos de capitais de forma geral[37]. Porém no lado financeiro também temos diferenças entre os países emergentes, diferenças estas tanto qualitativas como quantitativa[38]. Isso se deve ao fato de que os fluxos de capitais foram muito maiores para os países *trade accouts* do que para os países *capital accounts*

[36] As exportações cresceram de uma maneira tão elevada que o crescimento das importações não foi fator que freasse o crescimento do saldo comercial e conseqüentemente o crescimento do PIB dos países emergentes.

[37] Belluzzo, L. Gonzaga, Desequilíbrios globais: pressão ou fuga para frente, Suplemento 1 do *Boletim semestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica* – n. 4 –maio/out. 2004. 9 de dezembro de 2004. Para maiores detalhes ver também capítulo 2 desse mesmo trabalho.

[38] Biancareli, André M. (2004)

(diferença quantitativa)[39], e além disso o tipo (relacionado aos prazos e à origem) de fluxos de capitais que foram para os países *trade accounts* se diferenciou em grande medida daqueles fluxos que se direcionam para os países *capital accounts* (ver tabela 3).

Tabela 3:

Fluxos líquidos de capital, em US$ bilhões

	2001	2002	2003	2004
Ásia Emergentes[2]				
Fuxos de capital privado	9,6	25,4	52,8	79,8
Investimento direto	60,5	53,8	70	77,2
Investimento em portfólio	-56,9	-59,6	5,5	12
Outros fluxos de capitais	6	31,2	-22,8	-9,4
Fluxos Oficiais	-1,8	-1,8	-16,3	-6,9
Hemisfério Ocidental				
Fuxos de capital privado	22,2	-1,4	0	-3,3
Investimento direto	70,2	41,7	31,8	38
Investimento em portfólio	-9,4	-17,1	-1,7	-2,8
Outros fluxos de capitais	-38,6	-23,2	-30,1	-38,5
Fluxos Oficiais	26,5	22	22,7	7,8

2004 - Projeção

[2] Compreende Ásia em Desenvolvimento e NIE's asiáticos.

Fonte: IMF, World Economic Outlook, Sept.2004.

Pelos montantes absolutos e participações relativas, o que se observa é uma deterioração progressiva do financiamento privado para os países latino-americanos, principalmente se comparada à tendência na Ásia. Mais do que isso, se trata de um retrato perfeito de padrões opostos de inserção externa, que contrasta fluxos privados com oficiais (provenientes do FMI – Fundo Monetário Internacional); e dentre os primeiros, destaca as diferenças quantitativas e qualitativas entre os dois blocos (diferenças já citadas). Outro indicador que pode evidenciar tal fato de diferenciação de inserção internacional seria o de IDE (Investimento Direto Estrangeiro)[40]. O IDE seria o total do fluxo de financiamento teoricamente mais vantajoso para as economias em desenvolvimento, por sua menor volatilidade, contribuição ao crescimento e melhora na inserção externa do país. Com relação a este indicador (ver gráfico 9A e 9B), segundo Biancareli[41], verificamos *"a forte concentração no continente asiático e, dentro deste, na China, Hong Kong e Cingapura está relacionada não apenas ao dinamismo que a região vem mantendo, mas também à internacionalização das cadeias produtivas, que passam a concentrar cada vez mais etapas nesses países de barata e qualificada mão-de-obra*[42]*. Mas Coréia, Rússia, Índia, México e Brasil também*

---

[39] Isto mostra que a classificação dos países em *trade accounts* e *capital accounts* é problemática.

[40] O IDE é um indicador que serve de análise na inserção internacional por ser considerado o fluxo de capital que apresenta maior estabilidade no país receptor, por isso, os países com maiores índices de IDE em relação aos fluxos mais voláteis são os considerados de menor risco.

[41] Biancareli, André M, (2004/2005), pg 43.

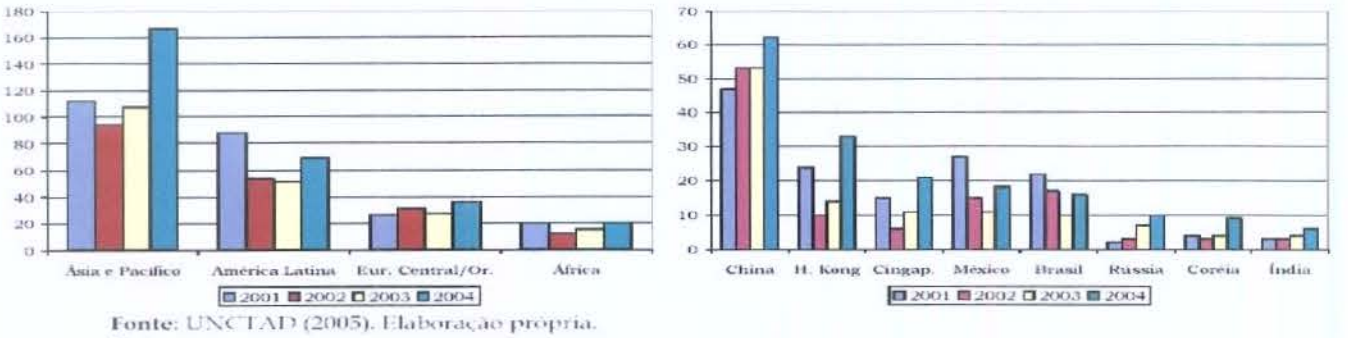
[42] *"Uma análise mais detalhada pode ser encontrada em Rajan, Ramkishen S. Foreign Direct Investment and the Internationalization of Production in the Asia-Pacific Region: Issues and Policy Conundrums. UNESCAP, Asia Pacific Trade and Investment Review, v. 1, n. 1."*

são grandes destinos dos fluxos, que assistem a uma recuperação para os países em desenvolvimento como um todo (enquanto reduzem para os desenvolvidos), elevando a participação desse grupo no total global para 42%". Porém essa recuperação é mais um sinal do ciclo de liquidez apresentado no período, que fez com que o volume de capitais fosse abundante aumentando o nível disponível destinado ao IDE para todos os países emergentes, mas que é desigualmente distribuído entre os mesmos. Por esse motivo os níveis de IDE em países *trade* accounts ainda se apresentam em patamares muito mais elevados do que em países *capital* accounts, e esse fato faz com que os maiores riscos sejam ainda associados a países pertencentes ao último grupo[43].

Ainda com relação às modalidades de fluxos de capitais, percebemos através da analise da tabela 3 que os investimentos de portfólio (ou em carteira) também apresentaram uma melhora geral de volume, tanto para a Ásia Emergente como para o Hemisfério Ocidental. Porém percebemos também que o montante se destina em maior parte para a Ásia Emergente, com os fluxos transformando-se em fluxos positivos enquanto os fluxos para o Hemisfério Ocidental, mesmo que melhorando, continuando negativos. Já para os outros fluxos de capitais ocorre uma piora em 2003 e uma melhora já em 2004 para a Ásia Emergente, porém com os volumes se mantendo negativos, enquanto que para o Hemisfério Ocidental temos uma piora com relação a essa modalidade de fluxo por todo o período.

Gráficos 9A e 9B (países selecionados):

Investimento direto estrangeiro, fluxos de entrada, em US$ bilhões(1)



Fonte: UNCTAD (2005). Elaboração própria.
Nota:
(1) Os dados de 2004 são estimativas preliminares feitas pela UNCTAD em janeiro de 2005.

Também tivemos no período um destaque para o aparecimento do IDE de origem dos países em desenvolvimento, principalmente da China para as outras regiões em desenvolvimento[44].

Com relação a esse tema, podemos realizar uma análise mais detalhada para o Brasil do tipo de fluxo de capital predominante no período em estudo, e compará-los aos demais países

---

43 Por exemplo, risco de ocorrer uma crise cambial caso os fluxos se revertam e as reservas não sejam suficientes para controlar o nível da taxa de câmbio nominal.

44 Para detalhes ver: Globalization with a thirdworld face. *The Economist*, Apr 7th 2005.

emergentes colocados acima. O primeiro indicador que podemos detalhar diz respeito à Composição da Conta Financeira que desagrega o resultado desta conta nas principais modalidades de fluxos de capitais privados, que são:

a) Investimento Direto

b) Investimento de Portfólio (ou em carteira)

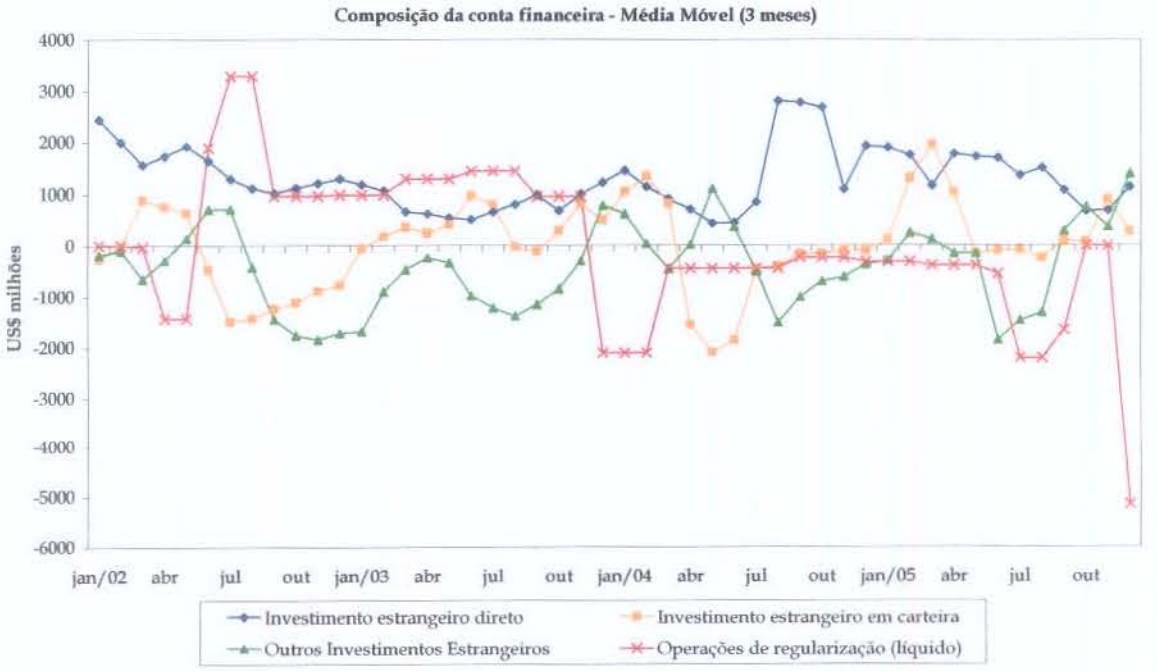
c) Endividamento externo

E nas modalidades de fluxos de capitais oficiais, que são:

a) Operações de regularização

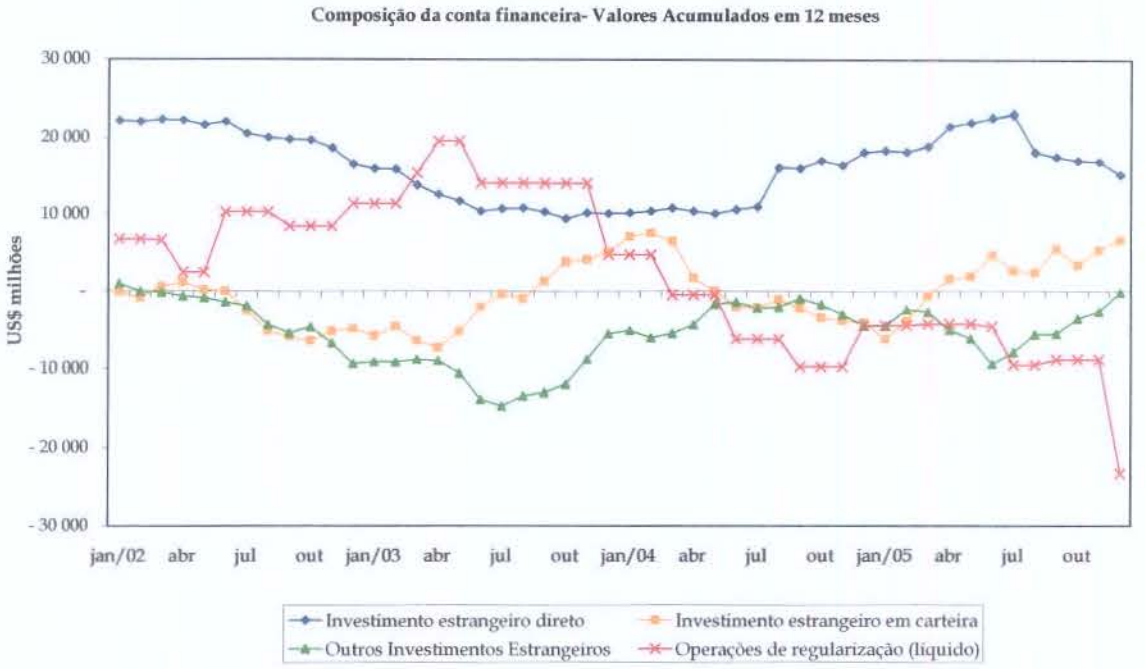
Essa desagregação é fundamental para avaliar a contribuição dos fluxos de capitais mais voláteis na evolução desta conta. Além da análise dos dados mensais e trimestrais, são elaboradas séries de tendência, tanto de curto prazo (média móvel trimestral) quanto de médio prazo (acumulado de 12 meses).

Gráficos 10A e 10B:



Fonte principal[45] – séries especiais do Balanço de Pagamentos do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br).

45 Entende-se neste caso por base de dados números coletados no site do Banco Central do Brasil, na parte destinada ao setor externo.



Fonte principal[46] – séries especiais do Balanço de Pagamentos do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br).

Na análise dos gráficos 10A e 10B podemos verificar que com relação aos fluxos de capitais o Brasil apresentou melhora quanto à quantidade em geral e quanto à qualidade do fluxo[47], devido ao aumento da quantidade de fluxos de mais longo prazo dentro da composição de capitais (principalmente o Investimento Direto Externo), como podemos observar através dos números das tabelas e através do comportamento das linhas nos gráficos principalmente quando analisamos o gráfico 7B que indica valores acumulados em 12 meses, mostrando que o patamar de IDE aumentou bastante[48]. Mas também não podemos nos esquecer que no inicio de 2005 tivemos um ingresso expressivo de fluxos de capitais de curto prazo em conseqüência principalmente do aumento do volume do Investimento Estrangeiro em Carteira[49]. Mesmo com esse crescimento do fluxo de capitais, ele não foi suficiente para deslocar o país para o grupo de países "*trade accounts*", como já mostrado anteriormente, pois o volume de capitais de longo prazo ficou ainda bem distante do volume encontrado nesses países.

Também podemos evidenciar o mesmo fato quando observamos o Risco Brasil, que teve uma melhora no período de 2004 e inicio de 2005, mas que continua sendo um dos mais altos dentre os países emergentes (Banco Central de la República Argentina, Indicadores Econômicos, www.bcra.gov.ar). Desse modo vemos que para o Brasil no período teve uma melhora na sua

[46] Entende-se neste caso por base de dados números coletados no site do Banco Central do Brasil, na parte destinada ao setor externo.
[47] A divisão qualidade quantidade segue a linha de Biancareli, André M.(2005).
[48] Esse aumento se entende por um aumento com relação a 2003, principalmente a partir do segundo semestre de 2004.
[49] Isso a partir de fevereiro de 2005 como observados nos gráficos 10A e 10B, mas como podemos observar na gráfico 10A já reduz seu volume em abril de 2005.

situação quanto aos fluxos de capitais, mas não foi suficiente para fazer com que o país saísse da posição de *capital accounts*, porque não alterou sua natureza de país com base comercial formada por *commodities*[50] (mesmo com os manufaturados tendo sua participação no processo); e, mesmo com os fluxos de IDE sendo superiores aos demais fluxos de capitais, seu montante de fluxo de capitais de longo prazo ainda está longe do patamar dos demais países que se enquadram nos *trade accounts* (como mostrado em gráficos anteriores). Esse fato faz com que os maiores riscos sejam ainda associados a ele (e todos os países desse grupo)[51]. È claro que o período de estudo (de 2003 a 2005) é muito curto para que uma mudança tão grande ocorra dentro de um país emergente (sair da situação de *capital account* para uma posição de *trade account*), visto a grande diferença existente entre os dois blocos, porém muito se fez essa pergunta, principalmente no fim de 2004, e a análise de sua resposta (que foi colocada acima) não é de toda descartável.

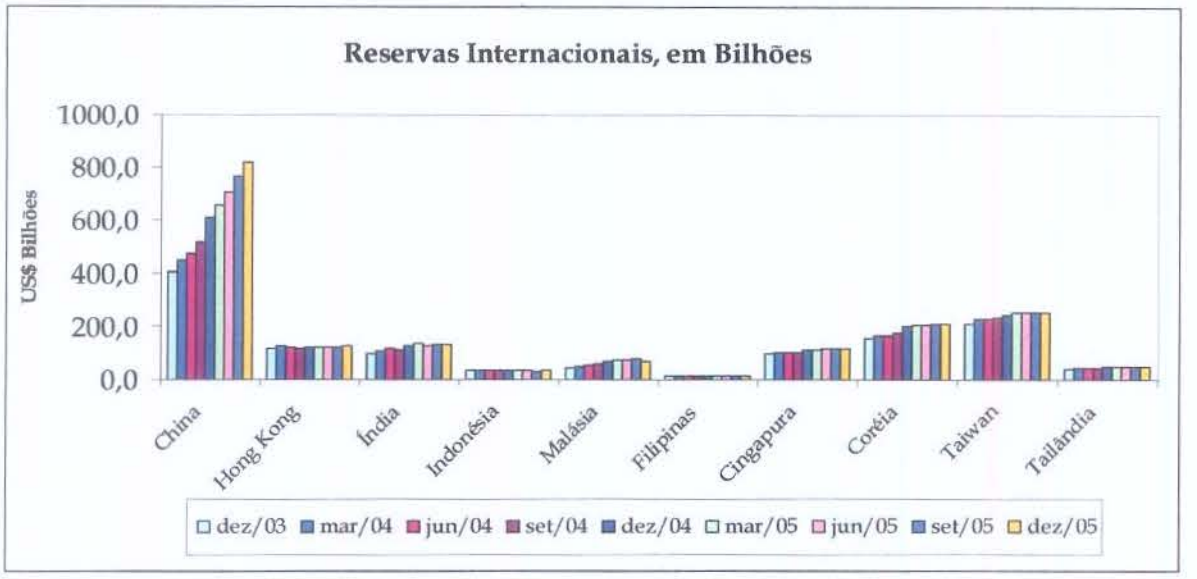
Ainda pela dimensão financeira temos as reservas internacionais, que estão relacionadas com os fluxos de capitais apresentados anteriormente, que no período indicam grande diferença entre esses dois grupos de maneira geral, tanto em tipo como em quantidade (como visto no capítulo 2). Este indicador tem a finalidade de medir as reservas internacionais de cada país, em US$ bilhões. Serve como uma base de comparação entre os países, como todos os outros indicadores, e como uma fonte de informação para a formação de um cenário que sirva para entender as características de cada país emergente, visto que as reservas possuem influência direta com as políticas cambial, monetária e fiscal utilizadas por cada país (por exemplo, as reservas possuem influência direta na taxa de câmbio). E como já citado anteriormente, as reservas internacionais na China possuem fator decisivo na continuação do ciclo presente na economia mundial[52].

Com relação às reservas internacionais (ver gráficos 11A e 11B) verificamos o seu crescimento nos países asiáticos, principalmente na China, em contraste com os países da América Latina, que apresentam os menores estoques de reservas. A Argentina apresenta o menor volume de reservas devido à crise que enfrentou nos anos anteriores, que causou a perda das mesmas. Já o Brasil só começa a aumentar seu volume principalmente no final de 2004, o que não possibilitou a esse país se colocar em um nível de reserva que proporcionasse um possível controle sobre sua taxa de câmbio[53]. Dentro desse aspecto é importante citar também o fato da existência de controles de capitais que são mais comuns entre os países asiáticos, fato esse que possibilita uma maior

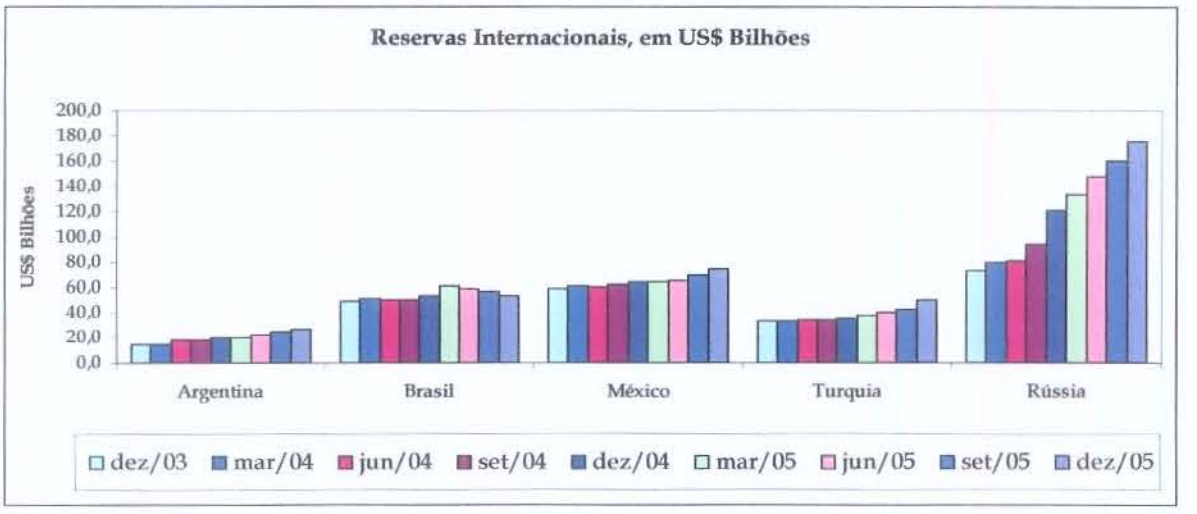
[50] Para maiores detalhes conferir Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, Indicadores e Estatísticas.
[51] Biancareli, André M.(2005).
[52] Para maiores detalhes ver capítulo 2 desse mesmo trabalho.
[53] A taxa de câmbio nominal do Brasil é flutuante desde 1999 e está fortemente relacionada com a taxa de juros e com o ciclo de liquidez no período que possibilitou a sua valorização. Para maiores detalhes sobre saldos comerciais brasileiro ver Seção II, *Política Econômica em Foco*, n.4 maio/out. 2004.

expectativa de estabilidade nas variáveis econômicas desses países[54]. Um país que destoa da tendência geral do seu grupo é a Argentina que hoje apresenta controles sobre os fluxos de capitais no seu país.

Gráficos 11A e 11B (países selecionados):



Fonte principal - Economist – Revista Semanal on line – www.economist.com



Fonte principal - Economist – Revista Semanal on line – www.economist.com

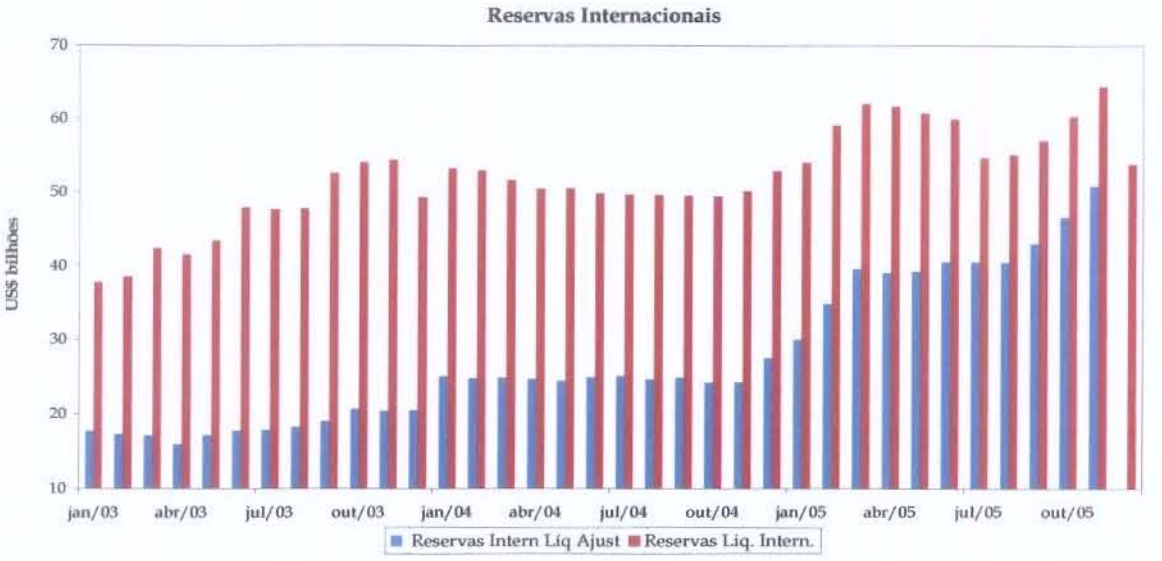
Uma análise mais detalhada para as reservas brasileiras pode ser verificada com o estudo das Reservas Internacionais Líquidas Ajustadas, que nada mais são do que as Reservas Internacionais Líquidas Ajustadas pelo FMI, isto é, as reservas líquidas do país excluindo-se empréstimos do FMI[55]. Através do gráfico 12 podemos verificar que as reservas internacionais brasileiras

[54] Como por exemplo, câmbio nominal, taxa de juros de curto prazo, e até o nível das reservas internacionais.

[55] As reservas líquidas ajustadas denominadas em dólares consideram as paridades do mês anterior para mensurar os ativos denominados em outras moedas que não o dólar norte-americano. Desde a liquidação da dívida junto ao FMI, ocorrida em dezembro de 2005, não mais se aplica esse conceito. (www.bacen.gov.br).

apresentam um aumento principalmente a partir do inicio de 2004, pulando de um patamar de 20 bilhões para o valor de 25 bilhões, e mantendo-se nesse nível.

Gráfico 12:



Fonte principal – notas para imprensa do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br).

Porém, como já citado anteriormente, o fato acima descrito não possibilitou ao país acumular um estoque de reservas internacionais que permitisse o controle da sua taxa de câmbio (Prates, 2004). Esse fato pode ser vivenciado em um período recente quando, atraídos pelas perspectivas de rendimentos maiores nos Estados Unidos, os investidores estrangeiros retiraram R$ 1,934 bilhão da Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) em maio de 2006.

A inversão da tendência do fluxo de investimentos aconteceu após o Federal Reserve Bank (Fed) não demonstrar uma parada no aumento das taxas de juros nos Estados Unidos, o que não era esperado pelo mercado. O comunicado do Fed provocou um movimento de migração de recursos investidos em países emergentes, entre eles, o Brasil, para a segurança dos títulos públicos americanos. *"Analistas afirmam que os juros maiores pagos por esses papéis desestimulam os investidores a correr riscos em mercados emergentes, já que as diferenças entre as taxas de remuneração pagas tende a ficar menor"* (Folha Online – 24/05/2006). Esse é um exemplo prático de como a inserção dos países emergentes no cenário mundial os torna vulneráveis a possíveis mudanças no mercado internacional, nesse caso uma mudança na taxa de juros norte americana.

A preocupação com a possibilidade de juros mais elevados nos Estados Unidos e com uma desaceleração econômica global tem feito os investidores buscarem ativos que oferecem menos risco, o que prejudica os mercados emergentes. O temor faz os investidores deixem aplicações com mais risco (ações), para uma melhor segurança (como por exemplo, *treasuries* - títulos do tesouro norte-americano). Esse movimento atinge todos os mercados emergentes, incluindo o brasileiro. Em

momentos mais tranqüilos, os investidores aplicam seu dinheiro em mercados mais arriscados, mas que remuneram menor, com taxas de juros altas, como é o caso do Brasil[56].

Num momento em que as expectativas dos agentes não são boas, existe a chamada aversão ao risco. Os investidores preferem segurança ao invés de ganhar mais dinheiro, assim reduzindo suas participações nos mercados mais instáveis e buscando papéis mais seguros, como os títulos americanos.

E um aumento dos juros americanos também causa impacto no mercado financeiro dos países emergente. No caso brasileiro a situação no segmento acionário é deteriorada pela manutenção do quadro pessimista nos mercados cambial e de juros futuros. Segundo observou Luiz Roberto Monteiro[57], "*o mercado ainda é dominado pela volatilidade, por conta do cenário de preocupação com o aumento dos juros nos Estados Unidos e, agora também, por especulações sobre a redução do ritmo de corte da taxa Selic. Cada vez mais os investidores estão conscientizando-se de que essa volatilidade vai durar um pouco mais do que nas últimas crises*" (Folha Online, 24/05/2006). Além do medo de inflação e juros dos Estados Unidos, há também incertezas em relação ao preço de *commodities*, que vinham sendo um fundamento favorável à apreciação do real sobre o dólar, por conta do seu efeito na balança comercial[58].

Todo esse cenário formado, através do estudo do caso brasileiro, é um exemplo prático de como os países *capital accounts* possuem uma vulnerabilidade constante com relação ao mercado internacional, pois através da mudança de uma variável internacional (nesse caso os juros americanos) os impactos tanto nos mercados monetários como financeiros são sentidos fortemente. Esse caso colocado não é um exemplo que venha a explicar todo o caso brasileiro de continuar sendo um país *capital account*, porém é um exemplo prático da vulnerabilidade dos países que pertencem a essa região (dada à igualdade de características de tais países).

Relacionado a esse assunto, outro indicador interessante que também pode mostrar a vulnerabilidade de cada país emergente é o que mede a volatilidade do câmbio de cada um (quanto em média variou o câmbio por dia)[59], indicador esse, que como já citado, possui relação direta com a taxa de câmbio de cada país emergente. No período de estudo verificamos (ver gráfico 13) que as moedas dos *capital accounts*, com folgada liderança brasileira, são as mais voláteis, tornando maior a incerteza enfrentada pelos exportadores e investidores[60].

---

[56] Para maiores detalhes ver Folha Online - Dólar dispara quase 5% e supera R$ 2,40 pela primeira vez no ano – 24/05/2006.

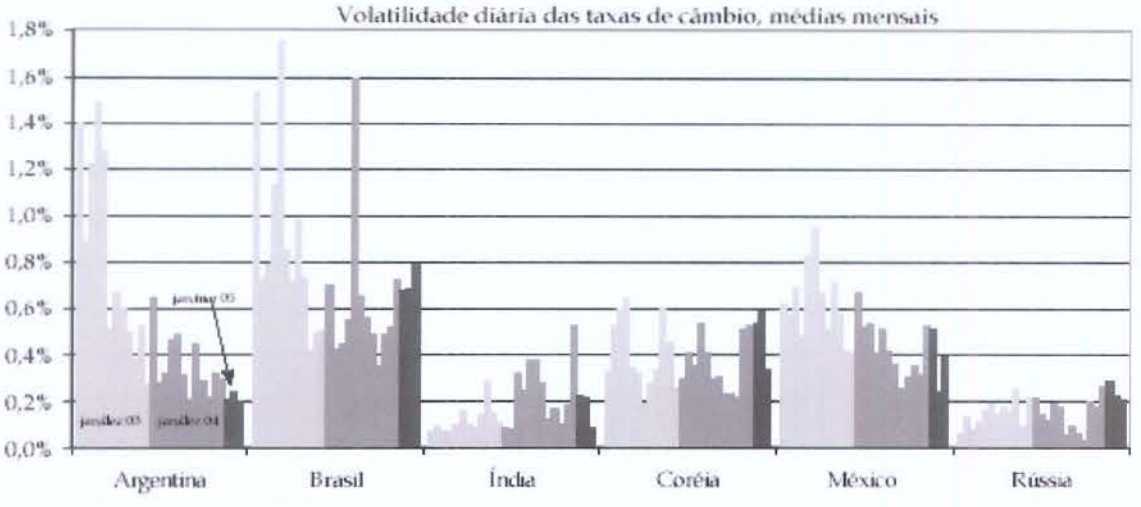
[57] Assessor da corretora Souza Barros.

[58] Maiores detalhes nesse mesmo capítulo.

[59] Este indicador foi baseado em dados retirados dos Bancos Centrais de cada país emergente, que estão indicados nas referências bibliográficas deste trabalho. Elaboração do CECON.

[60] Exportadores e investidores ficam impossibilitados de formarem expectativas de longo prazo, essenciais para a determinação de ações que envolvem tais atividades. Para maiores detalhes ver Keynes, *A teoria Geral*, 1936.

Gráfico 13:



Fonte principal – Bancos Centrais respectivos

Esse fator é uma característica que vem a somar o caso de instabilidade que recai principalmente sobre a vulnerabilidade externa do país, pois essa característica de volatilidade cambial só reforça a expectativa de maiores riscos por parte dos agentes com relação a estes países que apresentaram as maiores taxas (destacando novamente a liderança do Brasil). Isso mostra que, além do perfil estrutural da inserção externa, as políticas econômicas adotadas durante o período favorável do ciclo e de sua possível reversão, podem decidir quais serão os resultados de cada país emergentes em um futuro próximo.

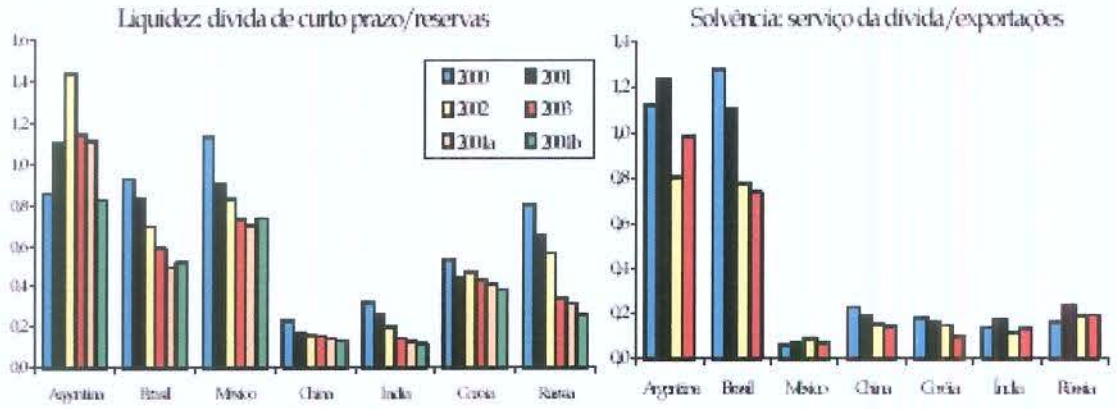
3.4 Indicadores de Solvência e Liquidez Relacionados à Vulnerabilidade Externa

Nesse momento vamos realizar a separação entre os indicadores de liquidez externa e indicadores de solvência externa que estão relacionados a cada país emergente. Indicadores de liquidez externa são indicadores que mostram a situação do país em questão com relação a sua vulnerabilidade externa no curto prazo; já os indicadores de solvência externa são indicadores que mostram a situação do país em questão com relação a sua vulnerabilidade externa no longo prazo (Política Econômica em Foco – Boletim 4 / Maio-Outubro de 2004 – CECON). Estaremos realizando essa análise de tais indicadores por estarem diretamente relacionados com o tipo de inserção internacional de cada país bem como podem indicar as possíveis conseqüências de tal inserção, mostrando se este país é mais ou menos vulnerável com relação ao mercado mundial.

Podemos verificar (ver gráfico 14A e 14B) que houve uma melhora geral entre os países emergentes, tanto os considerados *capital accounts* como os considerados *trade accounts*. Porém comparando-se os países emergentes podemos ver também que os indicadores ainda se apresentam em patamares muito melhores para países *trade accounts* (principalmente países asiáticos) do que

para países *capital accounts* (principalmente México, Argentina e Brasil). Esse é mais um fator que evidencia que o tipo de inserção internacional apresentada pelo primeiro grupo foi uma inserção que proporcionou e proporcionará uma menor vulnerabilidade para esses países em relação ao segundo grupo.

Gráficos 14A e 14B:



2004a : total da dívida estimada para o ano/reservas em março; 2004b: idem/reservas em setembro.

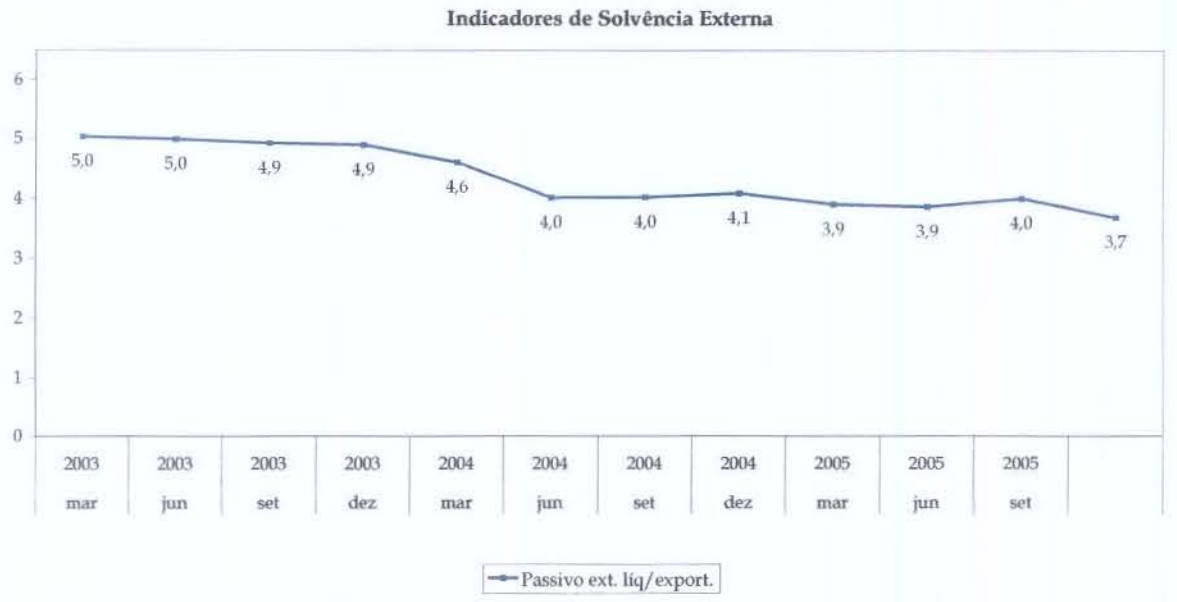
Fonte principal – BIS, JP Morgan

E se, olharmos ainda separadamente para o caso brasileiro, verificamos que em ambos os casos (solvência e liquidez), a melhora brasileira é importante, mas está longe de mudar o país de patamar, e responde a um quadro internacional bastante favorável, e (à exceção do peculiar caso argentino) melhor aproveitado pelos outros emergentes[61].

Essa melhora citada para o caso brasileiro pode ser analisada através do estudo de alguns indicadores específicos. Entre os indicadores de solvência podemos destacar os seguintes. 1) Passivo Externo Bruto dividido pela Exportação, que procura avaliar a sustentabilidade da trajetória do passivo externo bruto do país. 2) Dívida Externa Líquida Total dividida pela Exportação, que possui como objetivo medir a sustentabilidade da trajetória de endividamento externo. 3) Serviço do Passivo Externo dividido pela Exportação, que constitui uma *proxy* da trajetória do passivo externo[62].

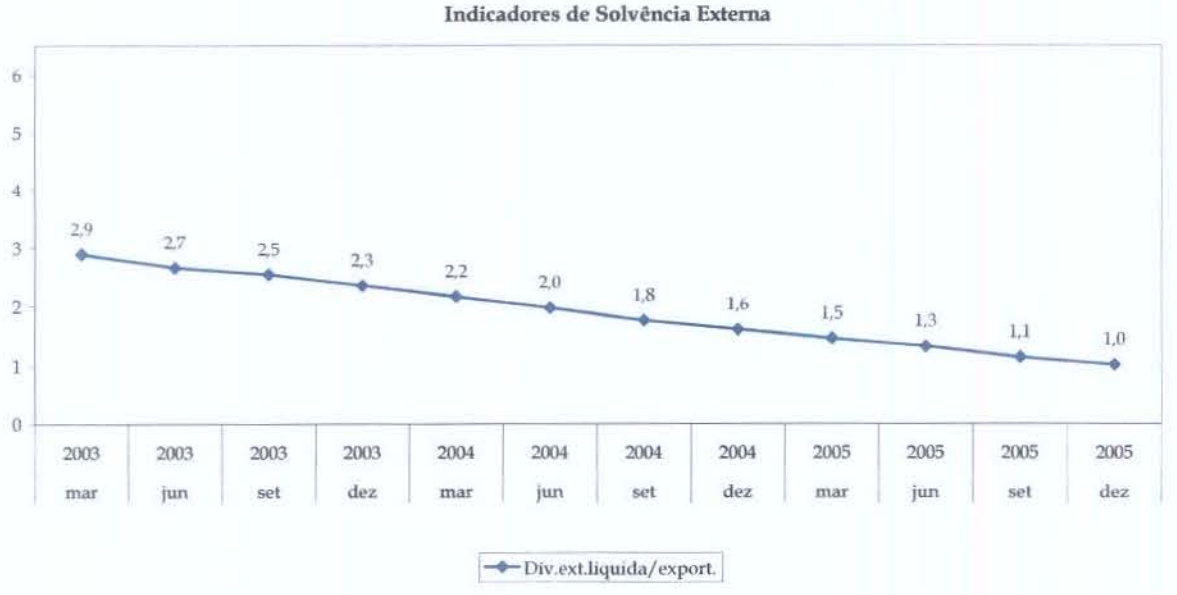
[61] Biancareli, André M. (2004)
[62] Todas as definições dos indicadores foram retiradas do Projeto de Pesquisa, Cecon, 2005.

Gráfico 15:



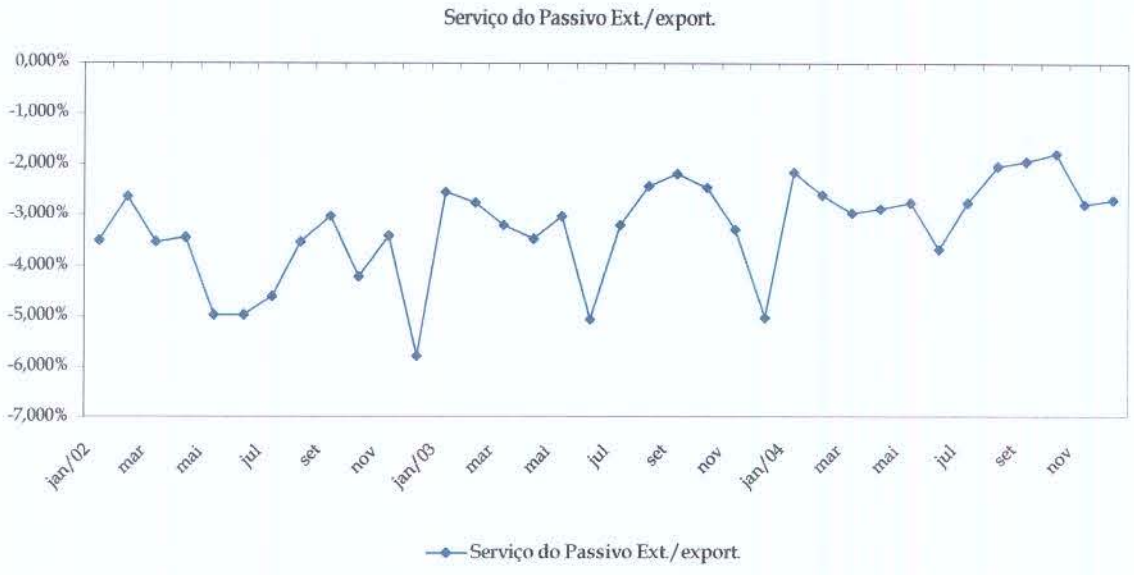
Fonte principal – séries especiais do Balanço de Pagamentos do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br).

Gráfico 16:



Fonte principal – séries especiais do Balanço de Pagamentos do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br).

Gráfico 17:



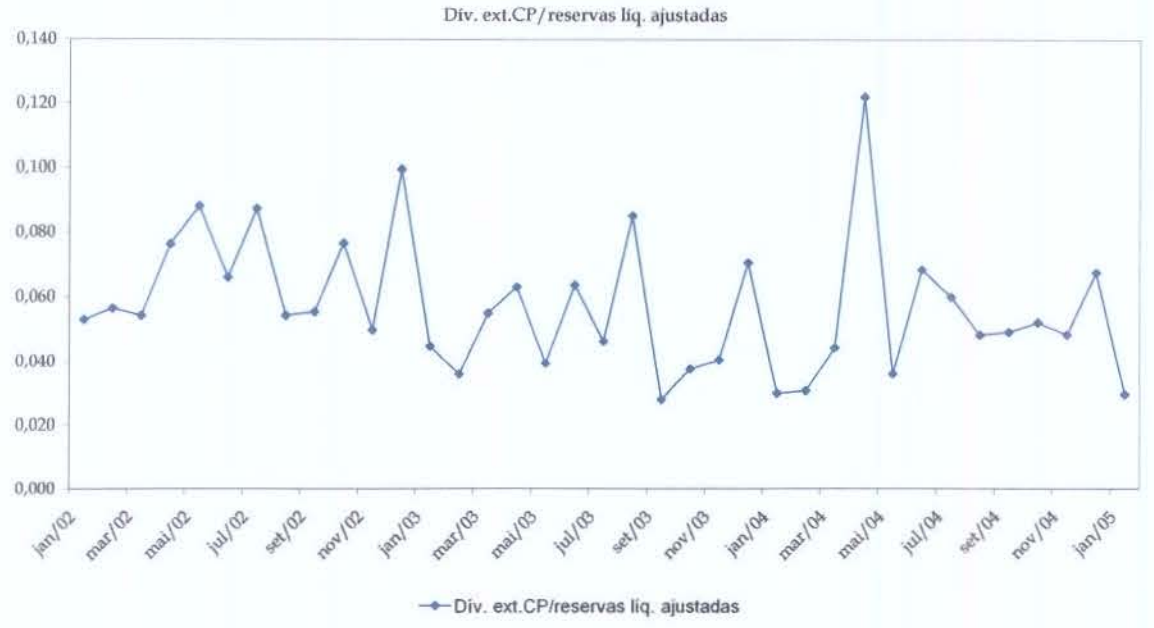
Fonte principal – séries especiais do Balanço de Pagamentos do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br).

Com exceção do Gráfico 17, que mostram que o comportamento do Serviço do Passivo Externo dividido pela Exportação não possui uma tendência de queda ou de alta no período em análise, percebemos através dos Gráficos 15 e 16 que, como dito anteriormente, os indicadores de solvência melhoraram para o caso brasileiro, principalmente a partir de 2004, com grande destaque para Dívida Externa Líquida Total dividida pela Exportação. Porém grande parte da melhora desse último indicador se dá principalmente devido à tendência de crescimento do comércio internacional no período e seu grande impacto nas exportações brasileiras (Política Econômica em Foco – Boletim 5, CECON), já discutido anteriormente nesse mesmo trabalho. Além disso a queda da dívida também contribui para a melhora da solvência.

Já a melhora nos indicadores de liquidez pode ser verificada para o caso brasileiro através do estudo dos seguintes indicadores no período em questão. 1) Dívida Externa de curto prazo dividido pelas Reservas, sendo um indicador tradicional de liquidez externa que visa avaliar se há ou não possibilidade de crise de liquidez externa por falta de moeda estrangeira para honrar a dívida externa a vencer no curto prazo. 2) Passivo Externo de curto prazo dividido pelas Reservas, que inclui no numerador, além da dívida externa de curto prazo, o estoque de investimento de portfólio, que pode ser resgatado num curto período de tempo. 3) Indicador Standard & Poors, que considera no numerador as necessidades brutas de financiamento externo (NBFE) – que equivalem à soma do saldo em transações correntes, com o principal vencível da dívida externa de médio e longo prazo nos próximos 12 meses e o estoque da dívida de curto prazo[63].

[63] Todas as definições dos indicadores foram retiradas do Projeto de Pesquisa, Cecon, 2005.

Gráfico 18:

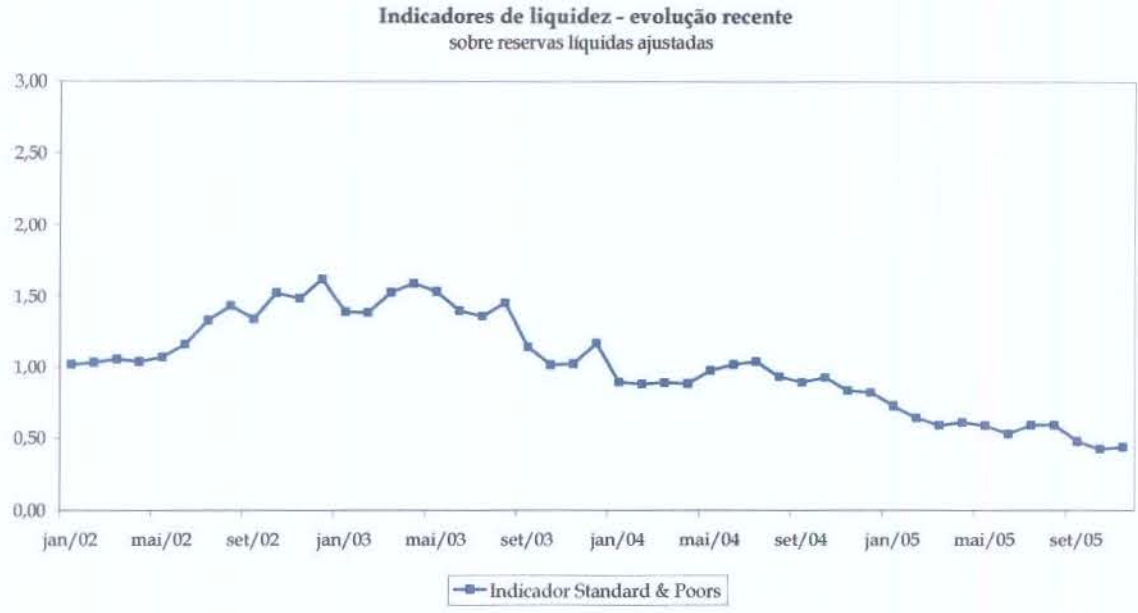


Fonte principal – séries especiais do Balanço de Pagamentos do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br).

Gráfico 19:

Fonte principal – séries especiais do Balanço de Pagamentos do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br).

Gráfico 20:



Fonte principal – séries especiais do Balanço de Pagamentos do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br).

Através dos gráficos 18, 19 e 20 percebemos que, mesmo com as oscilações do primeiro indicador, e com a leve recuperação do segundo indicador (recuperação muito suave), a situação dos indicadores é de melhora com relação aos anos anteriores. E essa melhora é principalmente observada no Indicador Standard & Poors, porque diminuiu a necessidade bruta de financiamento externo já que ocorreu um aumento do saldo em transação correntes (já mostrado anteriormente) e uma diminuição da dívida externa do país.

Assim percebemos que a melhora nesses indicadores incluiu também o Brasil, porém como já citado anteriormente, apesar dessa boa melhora, ela está longe de mudar o país de patamar (de *capital account* para *trade account*), e responde a um quadro internacional bastante favorável, melhor aproveitado pelos outros emergentes[64].

[64] Biancareli, André M. (2004/2005)

Capítulo 4. Conclusão

Não há como traçar com precisão o futuro individual dos países emergentes frente aos acontecimentos atuais. Mas, de maneira geral, pode-se afirmar que os países *capital accounts* optaram por um tipo de inserção internacional que os tornam muito mais vulneráveis do que os países *trade accounts*. Isso porque, do lado comercial, uma reversão no ciclo será muito mais sentida devido ao caráter cíclico do preço das *commodities* (já citado anteriormente), enquanto o preço dos manufaturados apresenta uma tendência muito mais forte de manutenção dos preços. Em um ciclo internacional revertido, as variáveis monetárias de alguns países podem se apresentar de forma a agravar a vulnerabilidade (como é o caso do Brasil, que possui câmbio valorizado, alta taxa de juros e pressão inflacionária considerável).

Analisando a dimensão financeira, uma reversão do ciclo de expansão de liquidez possibilita uma fuga de capitais, podendo desencadear uma crise financeira (crise cambial, por exemplo) nos países que apresentam baixo volume de reservas, fluxos de capitais e/ou taxa de câmbio nominal muito voláteis. Por esses motivos, os países possuidores dessas características, ou seja, os países *capital accounts* em geral são muito mais vulneráveis e propícios às crises financeiras do que os países que apresentam essas características de maneira oposta (altas reservas internacionais, fluxos de capitais de longo prazo com predomínio de IDE, taxa de câmbio nominal estável, controles sobre os fluxos de capitais), representantes de maneira geral da divisão *trade accounts*.

Na ocorrência de uma reversão do ciclo internacional, a vulnerabilidade será muito mais acentuada nos países *capital accounts* por todos os fatores expostos nesse trabalho. Em relação a esta tendência de reversão, segundo Biancareli[65], "o ápice do crescimento do PIB e do comércio mundiais já passou, os desequilíbrios externos nos Estados Unidos persistem, os fluxos de capital continuam fortes para a Ásia e menores e mais instáveis para a América Latina. A economia central desacelera, enquanto Japão e Europa continuam rastejantes. A China continua crescendo muito, e essa parece ser a única força que pode frustrar as previsões de desaceleração. Mas mesmo esse caso, em que as tendências atuais seriam prolongadas, não seria um cenário tranqüilo". Além disso, previsões do FMI já mostram que o crescimento do PIB real de todos os países emergentes apresentará uma desaceleração ainda este ano e em 2007[66], previsão válida também para o PIB da China que é o maior entre todos os países emergentes aqui analisados.

Todo o cenário de "espera" sinaliza os países mais atingidos na ocorrência de uma reversão (no caso, os países emergentes). A distinção entre países *trade accounts* e *capital accounts* (em termos da dimensão comercial e financeira, reforçada pelo desempenho interno) se enquadra em

[65] Biancareli, André M. (2004/2005)
[66] FMI, *Word Economic Outlook Databas, April* 2005.

grande medida na formação desse cenário, que seria o mais provável para o futuro dos países emergentes, mesmo que o crescimento global continue alto para o padrão histórico recente.

Capítulo 5. Referências Bibliográficas

Banco Central do Brasil – Indicadores Econômicos – www.bcb.gov.br

Banco Central do Brasil, Setor Externo, www.bacen.gov.br.

Banco Central do Brasil, Cotações e Boletins, www.bacen.gov.br

Banco Central de la República Argentina – www.bcra.gov.ar

Bank of International Settlements (BIS) – www.bis.org

Belluzzo, L. G. M. (2004). Desequilíbrios globais: pressão ou fuga para frente, Suplemento 1 do *Boletim semestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica* – n. 4 – maio/out. 2004. 9 de dezembro de 2004.

BIS (1998). *68th Annual Report.*

Block, F. (1977). *The Origins of International Economic Disorder - a Study of United States International Monetary Policy from World War II to the Present.* University of California Press.

CECON (2005), Relatório Metodológico. Projeto de Pesquisa: Análise de Economia Internacional, da Conjuntura Macroeconômica e Cenários de Curto Prazo da Economia Brasileira. Campinas: Instituto de Economia, Unicamp.

CEPAL (1995). *América Latina y el Caribe: Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial.*

Central Bank of India – www.rbi.org.in

Central Bank of México – www.banxico.org.mx

Central Bank of Russia – www.cbr.ru

Central Bank of Turkey – www.tcmb.gov.tr

Central Bank of Korea – www.bok.or.kr

China Trade Policy Review, *World Trade Organization (*WTO). www.wto.org

Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa, edição eletrônica. http://houaiss.uol.com.br.

Dicionário Priberam, edição eletrônica. http://www.priberam.pt/dlpo/dlpo.aspx

Dooley, M. Folkerts-Landau, D. & Garber P. (2003) *An essay on the Revived Bretton Woods System.* (NBER Working Paper n. 9971)

Economist, Revista Semanal Virtual, www.economist.com.

Folha Online – Estrangeiros Tiram R$ 1,9 bilhões da Bovespa em 10 dias – 24/05/2006

Folha Online - Dólar dispara quase 5% e supera R$ 2,40 pela primeira vez no ano – 24/05/2006.

Gilpin, R. (1987). *The political economy of international relations.* Princeton: Princeton University Press.

IBGE (1996). Sistema financeiro: uma análise a partir das contas nacionais, 1990-95. Rio de Janeiro: IBGE.

IMF (1998). *International Capital Markets - developments, prospects, and key policy issues.*

International Monetary Fund (IMF) – CD IFS mensal – www.imf.org

International Monetary Fund (IMF) – Word Economic Outlook Database – www.imf.org

Keynes, J. M. *The General Theory,* 1936.

McKinnon, R. (1991). *The order of economic liberalization: financial control in the transition to a market economy*. Baltimore: John Hopkins University.

Ministério do Desenvolvimento, Industria e Comércio Exterior, Indicadores e Estatísticas. www.desenvolvimento.gov.br

Ming, Celso. Março começa com algum alívio - http://txt.jt.com.br/noticias/99/03/01/cming.htm

OCDE, new source ocde, http://new.sourceoecd.org/.

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) – Statistics – http://new.sourceoecd.org/

Panitchpakdi, S. *Trade and Development Report, 2005 – Overview*. Unctad, www.unctad.org

Política Econômica em Foco – Boletim 3 / Janeiro-Abril de 2004 – CECON – www.eco.unicamp.br

Política Econômica em Foco – Boletim 4 / Maio-Outubro de 2004 – CECON – www.eco.unicamp.br

Política Econômica em Foco – Boletim 5 / Novembro de 2004-Abril de 2005 – CECON – www.eco.unicamp.br

Política Econômica em Foco – Boletim 6 / Maio-Outubro de 2005 – CECON – www.eco.unicamp.br

Política Econômica em Foco – Boletim 7 / Novembro de 2005-Abril de 2006 – CECON – www.eco.unicamp.br

Projeto de Pesquisa: Análise da Economia Internacional, da Conjuntura Macroeconômica e Cenários de Curto Prazo da Economia Brasileira, Cecon, 2005.

Rajan, Ramkishen S. Foreign Direct Investment and the Internationalization of Production in the Asia-Pacific Region: Issues and Policy Conundrums. UNESCAP, *Asia Pacific Trade and Investment Review*, v. 1, n. 1.

Ricupero, R. *Trade and Development Report (2004) – Overview*, Unctad. www.unctad.org

The World Bank – www.worldbank.org

UNCTAD (1993 e 1997). *Trade and Development.Report*. New York: United Nations.

World Bank (1997) *Private capital flows to developing countries: the road to financial integration.* New York: Oxford University Press.