

Emissão de títulos em reais e desempenho do comércio exterior são os destaques em 2005

Um excelente resultado alcançado pelo comércio exterior, a despeito da significativa apreciação cambial, e as mudanças na gestão e no perfil da dívida externa foram os principais destaques do setor em 2005. As exportações e importações registraram recordes históricos, em grande medida graças à economia mundial, que permaneceu aquecida ao longo do ano. No que se refere à dívida, cabe destacar a primeira emissão de títulos denominados em reais no exterior. Já o segmento cambial apresentou novidades no campo normativo, com a unificação dos segmentos livre e flutuante.

Balança Comercial

A Balança Comercial manteve o forte crescimento observado nos últimos anos, atingindo o superávit recorde de US\$ 44,8 bilhões, cerca de 33% acima do anotado em 2004. Tanto as exportações quanto as importações registraram marcas históricas, atingindo volumes de US\$ 118,3 e US\$ 73,5 bilhões, respectivamente, o que representou variações de 22,6% e 17,1% sobre o ano anterior, números que superaram as previsões de

crescimento para a economia mundial em 2005. Como resultado, a participação das vendas brasileiras no comércio mundial evoluiu de 1,06% para 1,13%. É importante notar, porém, que, embora tenha permanecido em níveis elevados, o volume exportado decresceu ao longo do ano.

O debate em torno da capacidade do setor exportador de se manter pujante em um ambiente de valorização cambial foi frequente no período. A valorização do Real frente ao dólar alcançou 11,8% em 2005. No entanto, ao contrário do que ensina a teoria econômica, não se mostrou fator impeditivo à expansão do comércio exterior. Dentre os elementos que facilitaram o ótimo desempenho comercial no ano passado, cabe destacar o crescimento da economia mundial - que, segundo as projeções mais recentes, alcançou 14% em 2005. A maior inserção da China no mercado internacional também contribuiu para pressionar os preços das commodities, favorecendo as exportações brasileiras.

Outro fator importante foi a diversificação da pauta exportadora e de mercados de destino. A título de exemplo, embora as vendas para os EUA tenham crescido 12,1% de janeiro a dezembro de 2005 em comparação com o mesmo período do ano anterior, sua participação

na pauta caiu de 20,8% para 19%. O mesmo ocorreu com a União Européia, cuja compra de produtos brasileiros cresceu 9,7%, mas teve o peso na pauta reduzido de 25% para 22,4%. Desta forma, parceiros comerciais menos tradicionais ganharam espaço, como a África, cuja participação subiu de 4,4% para 5,1%, o que significou aumento de 40,8% nas vendas para aquele continente. Também merece atenção o crescimento das vendas para a Europa Oriental (55,2% e aumento de 2,6% para 3,3% na participação), impulsionado pela Rússia, cujas compras de produtos brasileiros expandiram-se 76%. Já as exportações para os demais países sul-americanos registraram variação de 29,1% e incremento de 20,4% para 21,5% na participação, enquanto para a China cresceram 25,62%, com ampliação do peso na pauta de 5,6% para 5,8%.

Quanto aos setores exportadores, não houve grande mudança na participação de cada um no total das vendas em relação ao ano anterior. Todos acusaram crescimento, considerando-se as médias diárias: básicos, 22,2%; semimanufaturados, 19,3%; e manufaturados, 23,5%. Os dois primeiros foram os mais beneficiados pelo aumento dos preços das commodities no mercado externo - e com isso registraram variação de 12% -, enquanto os

O desempenho do setor exportador em 2006 depende diretamente de dois condicionantes: continuidade do aquecimento da economia mundial e da trajetória de queda da Taxa SELIC

manufaturados tiveram seu bom desempenho ligado ao acréscimo no volume embarcado, de 12,7% entre janeiro e novembro. Os principais segmentos exportadores, que representam pouco mais de 42% da pauta brasileira, foram Materiais de Transporte (US\$ 19,1 bilhões e variação de 19,2% sobre 2004), Produtos Metalúrgicos (US\$ 12,6 bilhões e 22,6%), Complexo Soja (US\$ 9,5 bilhões e queda de 5,7%) e Petróleo e Derivados (US\$ 9,1 bilhões e 58,4%).

Com relação à expectativa para 2006, o Banco Central projeta um saldo comercial inferior ao observado em 2005 (US\$ 35,5 bilhões), mas com crescimento tanto do volume exportado quanto das importações. Esse desempenho, porém, depende diretamente de dois condicionantes: continuidade do aquecimento da economia mundial e da trajetória de queda da Taxa SELIC, o que geraria impactos no mercado de câmbio, dada a redução da atratividade dos juros para o investidor estrangeiro.

Por fim, os dados do Balanço de Pagamentos revelam que os números da Balança Comercial suplantaram o resultado negativo da rubrica Serviços e Rendas, que superou em 35% o observado no ano anterior. No que se refere aos Investimentos Diretos Líquidos, o resultado ultrapassou em quase 46% o de 2004. Esse número,

contudo, não foi influenciado pelo investimento estrangeiro no país, que recuou 16,4% (de US\$ 18,2 bilhões para US\$ 15,2 bilhões), e sim por um encolhimento de 62,5% dos investimentos brasileiros no exterior (de US\$ 9,5 bilhões para US\$ 2,5 bilhões). Já os Investimentos em Carteira saíram de um resultado negativo de US\$ 4,75 bilhões em 2004 para um saldo de US\$ 4,9 bilhões, indicando a atratividade do mercado nacional para o capital externo. O investimento estrangeiro direto previsto para 2006 é de US\$ 16 bilhões.

Mercado de Câmbio

A forte entrada de recursos, em conjunto com as altas taxas de juros vigentes em 2005, produziu impactos significativos no mercado de câmbio. Ao longo do ano, houve um decréscimo acentuado da cotação da moeda norte-americana, a despeito das intervenções feitas pelo Banco Central, tanto por meio de compras no segmento à vista como nos leilões de *swap* reverso. Este tipo de operação, no qual o BC atua na ponta ativa, ou seja, como tomador de câmbio e doador de juros, voltou a ser realizado em fevereiro, na tentativa de interromper o processo de valorização do real, que, acreditava-se, poderia acarretar

perdas para o setor exportador. Mais tarde, porém, tais ações foram interrompidas, sendo retomadas somente em outubro (leilões de compra de moeda estrangeira) e novembro (*swaps* reversos), com o objetivo de reduzir a exposição cambial do governo. O dólar fechou o ano com desvalorização de 11,8% frente ao real.

No campo normativo, merece destaque a edição, em março, de normativos que resultaram na unificação formal dos segmentos livre e flutuante. Foram editadas as Resoluções nºs 3.265 e 3.266 (posteriormente alteradas pela de nº 3.311), que tratam da unificação dos mercados de câmbio e da nova regulamentação cambial das exportações, respectivamente, e a Circular nº 3.280, que introduziu o MCCI - Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais e extinguiu a CNC - Consolidação das Normas Cambiais. As normas representam um avanço no sentido da simplificação do mercado de câmbio, inserindo-se no contexto do programa de reformas recentemente adotado pelo governo visando a aumentar a produtividade da economia brasileira. O regulamento é dividido em três títulos, contemplando o mercado de câmbio, os capitais brasileiros no exterior e os capitais estrangeiros no país.

A principal mudança decorrente das Resoluções foi a extinção das diferenças normativas existentes entre os

Dadas as boas condições de liquidez no mercado internacional e a percepção positiva dos agentes econômicos estrangeiros em relação à economia brasileira, o governo não encontrou maiores dificuldades para completar as captações externas programadas para 2005 (US\$ 6 bilhões)

mercados de câmbio de taxas livres e flutuantes. Com isso, as TIR - Transferências Internacionais de Reais não são mais cursadas por intermédio das contas de instituições financeiras não-residentes (CC5), passando a ocorrer diretamente no âmbito do mercado de câmbio. Assim, embora as CC5 continuem a existir para a manutenção de depósitos em reais por não-residentes, não mais poderão ser utilizadas para transferências em nome de terceiros. Outra modificação importante refere-se à exigência de documentos para respaldar as transações cambiais, cuja responsabilidade passa a ser dos agentes autorizados a operar câmbio e não mais do BC, tendo como base o princípio da legalidade e da fundamentação econômica da respectiva documentação. Finalmente, foram flexibilizadas as regras para os exportadores trazerem ao país os resultados de suas vendas.

As novas regras não implicaram, todavia, uma flexibilização mais ampla do câmbio, tendo sido mantida a legislação de hierarquia superior, que exige, por exemplo, cobertura cambial, curso forçado da moeda nacional e realização de todas as operações por meio de instituições autorizadas pelo BC - da celebração de contratos de câmbio ao registro do capital estrangeiro.

Dentre as medidas voltadas para o setor exportador,

cabe destacar o aumento do prazo para internalização de divisas, que passou de 180 para 210 dias da data do embarque da mercadoria ou da prestação de serviços, reduzindo, assim, a exposição a oscilações bruscas da taxa de câmbio. Outras medidas contemplam remessa de documentos de exportação, vinculação dos contratos de câmbio ao registro de exportação e pagamento antecipado de exportação.

No final do ano, o Banco Central editou, ainda, a Circular nº 3.307, que extinguiu o limite de posição comprada dos bancos em moeda estrangeira, cujo valor era de US\$ 6 milhões.

Dívida Externa

A partir de janeiro de 2005, a gestão da dívida pública federal externa foi transferida do Banco Central para a Secretaria do Tesouro Nacional, que passou a administrá-la de forma integrada, no que diz respeito aos passivos e ativos, tanto internos como externos, pautando-se pela redução de custos e riscos, em consonância com o Plano Anual de Financiamento divulgado no início do ano. No decorrer do período, foram observadas em maior ou menor grau as diretrizes estabelecidas no documento:

- I) Criação de *benchmarks* nos principais mercados de títulos emergentes
- II) Suavização da estrutura de maturação da dívida, por meio de novas emissões e operações de administração de passivo (*liability management*)
- III) Redução gradual do estoque de *Brady Bonds*
- IV) Ampliação, em termos geográficos, da base de investidores
- V) Manutenção de amplo relacionamento com a comunidade financeira internacional

Dadas as boas condições de liquidez no mercado internacional e a percepção positiva dos agentes econômicos estrangeiros em relação à economia brasileira, o governo não encontrou maiores dificuldades para completar as captações externas programadas para 2005 (US\$ 6 bilhões), iniciadas em outubro de 2004 - até o final daquele ano, foi captado US\$ 1,5 bilhão. As emissões ocorreram em condições favoráveis, com a demanda geralmente superando a oferta. Também foi importante a busca por colocações pulverizadas que favoreceram a negociação desses papéis no mercado secundário.

Em sintonia com as duas últimas diretrizes mencionadas, pode-se citar a listagem, a partir de julho, de títulos

A emissão do Global BRL 2016 representou um passo importante no sentido de familiarizar os investidores estrangeiros (a maior parte dos compradores está localizada nos EUA e na Europa) com títulos em reais, evidenciando aumento da confiança desses agentes no Brasil

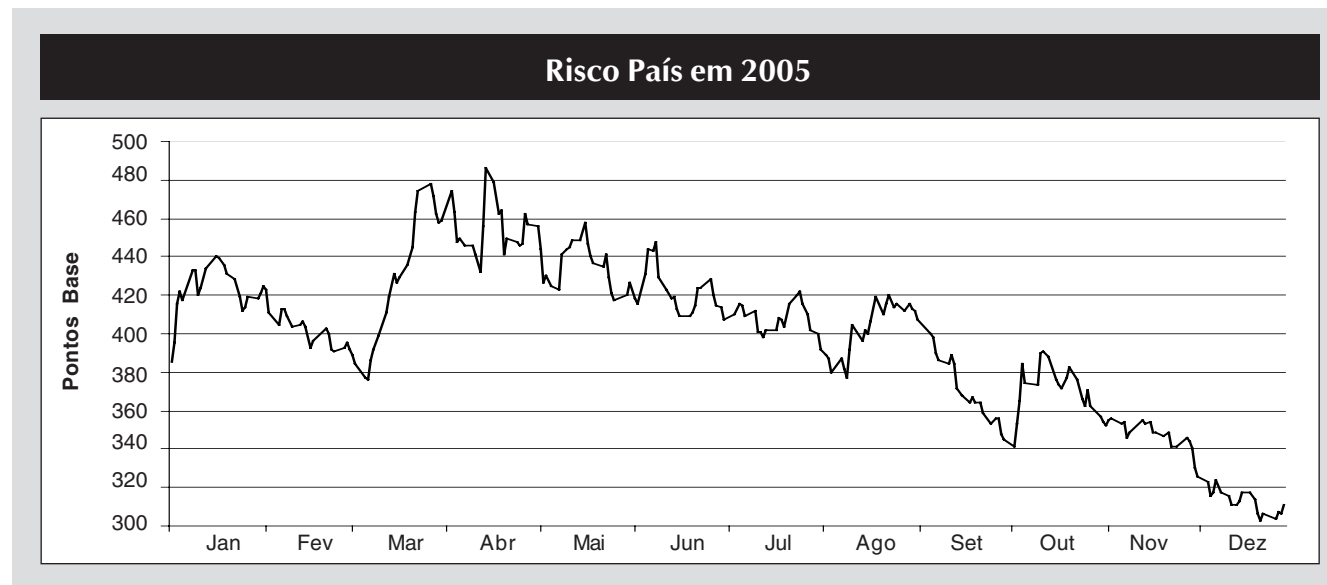
brasileiros denominados em euro no EuroMTS, plataforma eletrônica de negociação de títulos soberanos referenciados na moeda européia, cujos participantes são instituições financeiras que atuam fortemente no mercado de títulos soberanos naquele continente. Segundo o Tesouro, essa inclusão teve como objetivo “dar maior liquidez aos papéis, facilitando sua precificação e o relacionamento com os investidores de títulos brasileiros”.

Com relação às diretrizes de suavização da estrutura de maturação e redução gradual do estoque de Brady Bonds, cabe mencionar a realização, no final de julho e início de agosto, das operações de troca parcial dos C-Bonds. Como a substituição foi feita ao par por um título Global, com estrutura de vencimento semelhante, mas deslocada no tempo em relação à do C-Bonds, houve uma mudança no fluxo de pagamento de principal e juros e – conforme esperado –, redução no estoque de Brady Bonds e alongamento do prazo da dívida.

Outro aspecto relevante dessa operação foi a troca de *benchmark* - após a retirada dos C-bonds, o mercado adotou os Global 40. Por serem papéis de alta liquidez, os C-Bonds tornavam-se mais voláteis nos momentos de crise, o que provocava efeitos negativos imediatos no risco-país.

Mas o grande destaque do ano ficou por conta da primeira emissão no mercado externo de um título denominado em reais, o Global BRL 2016, papel prefixado que rende cupom de juros de 12,5% a.a. e cuja captação foi de R\$ 3,4 bilhões (cerca de US\$ 1,5 bilhão). A emissão

representou um passo importante no sentido de familiarizar os investidores estrangeiros (a maior parte dos compradores está localizada nos EUA e na Europa) com títulos em reais, evidenciando aumento da confiança desses agentes no Brasil. Em contrapartida, a continuidade



Fonte: Bloomberg. Elaboração: ANDIMA.

Dólar - PTAX Venda em 2005



Fonte: Banco Central. Elaboração: ANDIMA.

Captações Externas - Características das Emissões em 2005

| Data de Emissão | Prazo em Anos | Cupom de Juros (% a.a.) | Preço de Emissão (%) | Yield (% a.a.) | Spread |
|-------------------|---------------|-------------------------|----------------------|----------------|---|
| 20/1 ² | 10 | 7,375 | 98,80 | 7,500 | 398,5 bps s/ o Tít. de ref. do Tesouro Alemão |
| 30/1 ³ | 20 | 8,75 | 98,61 | 8,900 | 431 bps sobre o Tít. de ref. do Tesouro Americano |
| 28/2 ³ | 10 | 7,875 | 99,83 | 7,900 | 353 bps s/ o Tít. de ref. do Tesouro Americano |
| 10/5 ³ | 14 | 8,875 | 100,38 | 8,830 | 458 bps s/ o Tít. de ref. do Tesouro Americano de 10 anos |
| 25/5 ³ | 29 | 8,25 | 94 | 8,814 | 440 bps s/ o Tít. de ref. do Tesouro Americ. vencendo em 2031 |
| 20/6 ³ | 10 | 7,875 | 100,95 | 7,732 | 363 bps s/ o Tít. de ref. do Tesouro Americano |
| 6/9 ³ | 19,5 | 8,75 | 102,13 | 8,522 | 417 bps s/ o Tít. de ref. do Tesouro Americano de 30 anos |
| 20/9 ⁴ | 10,3 | 12,5 | 98,64 | 12,750 | - |
| 9/11 ³ | 9 | 7,875 | 100,70 | 7,765 | 312 bps s/ o Tít. de ref. do Tesouro Americano de 10 anos |

Obs.: As emissões tiveram, em comum: comissão de colocação de 0,30%, pagamento do principal em parcela única no vencimento e pagamento dos juros em parcelas semestrais, exceto a de 20/1, com pagamento em parcelas anuais. Notas: 1) Percentual (%) do valor de face. 2) Emissão em EUR. 3) Emissão em US\$. 4) Emissão em R\$. Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: ANDIMA.

de operações de tal natureza gera riscos para o mercado doméstico de títulos, relacionados à possibilidade de exportação da parcela longa da dívida pública, que ora se pretende estimular justamente via aumento da participação do investidor estrangeiro no mercado de renda fixa local.

Em dezembro, o governo decidiu antecipar o pagamento de US\$ 15,5 bilhões referentes ao empréstimo tomado junto ao Fundo Monetário Internacional, evitando o pagamento de encargos nos próximos anos. Os impactos sobre as Reservas Internacionais foram minimizados com a estratégia do governo de comprar dólares para recompor as Reservas.

Como resultado final, pode-se afirmar que 2005 foi marcado por avanços significativos na gestão da dívida externa, uma vez que as condições de liquidez e crescimento internacionais e o excelente resultado da Balança Comercial contribuíram para a administração, em contexto estável, das variáveis ligadas ao setor externo.

Nuno Miguel Conde
Analista Econômico