

# A dinâmica dos fluxos de capitais em tempos de instabilidade: o desempenho do Brasil no primeiro semestre de 2013\*

Daniela Magalhães Prates\*\*

André Moreira Cunha\*\*\*

Professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas e Pesquisadora do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq)  
Professor do Departamento de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal do Rio Grande do Sul e Pesquisador do CNPq

## Resumo

*Este trabalho analisa o comportamento das contas externas no primeiro semestre de 2013. É enfatizado o movimento dos fluxos de capitais no contexto de um ambiente crescentemente volátil. Adicionalmente, são apresentadas evidências de que o Banco Central e o Ministério da Fazenda foram capazes de atenuar os impactos das pressões externas pela combinação no uso dos instrumentos de política monetárias e regulação macroprudencial.*

**Palavras-chave:** contas externas; fluxos de capitais; economia brasileira.

## Abstract

*This paper aims at analysing the behaviour of Brazil's financial account of the balance of payments in the first half of 2013. We emphasise the capital flows in the context of an increasing volatile environment. We also provide evidence that the BCB and the Ministry of Finance have been able to smooth external pressures using the combination of monetary and macroprudential policy tools*

**Key words:** external accounts; capital flows; Brazilian economy.

## 1 Introdução

O presente artigo trata da evolução das contas externas brasileiras no primeiro semestre de 2013, com atenção especial para o comportamento da conta financeira. Desde meados de maio de 2013, verifica-se a exacerbação na instabilidade financeira dos merca-

dos internacionais, tendo em vista as incertezas quanto à evolução da política monetária estadunidense. Nesse contexto, observou-se o aumento nas taxas de juros dos títulos soberanos de longo prazo das economias maduras — avançadas, nos termos do Fundo Monetário Internacional (FMI) — com melhor risco de crédito, particularmente nos Estados Unidos, em meio à crescente volatilidade dos preços dos principais ativos financeiros. Na área do euro, ampliou-se a diferença nos prêmios de risco e, com isso, nas taxas de juros de mercado, entre as economias mais sólidas, como a

\* Artigo recebido em 30 out. 2013.

Revisor de Língua Portuguesa: Breno Camargo Serafini.

\*\* E-mail: daniprates@eco.unicamp.br

\*\*\* E-mail: andre.cunha@ufrgs.br

Alemanha, e as economias periféricas em crise, como Espanha, Portugal e Grécia.

Nas economias emergentes, houve forte pressão em prol da desvalorização das moedas locais e dos ativos financeiros mais líquidos, particularmente ações, dado a ajuste nas posições dos investidores internacionais. Tal movimento decorreu da combinação do desempenho mais fraco do que o esperado dos mercados domésticos e do aumento nas taxas de juros de longo prazo nos Estados Unidos, além de outras economias maduras com melhor desempenho real. Países com mercados financeiros mais líquidos<sup>1</sup>, profundos e sofisticados<sup>2</sup> foram os mais atingidos, como no caso do Brasil.

Do ponto de vista da evolução da produção, a economia mundial está crescendo abaixo do esperado. No segundo semestre de 2012, a taxa anualizada de variação do produto era da ordem de 2,5%, valor que se elevou a 2,8% no primeiro trimestre de 2013. Todavia, o FMI esperava que tal expansão já estivesse na casa dos 3%. Em análise recente, o Fundo (IMF, 2013b) aponta três fatores cruciais para explicar tal desempenho considerado desapontador. Em primeiro lugar, a desaceleração nas principais economias emergentes, em função da combinação dos seguintes fatores: deficiências de infraestrutura e outras limitações estruturais em relação à aceleração do crescimento, menor demanda externa, preços de *commodities* em baixa e/ou com menor expansão, instabilidade financeira e baixo apoio político aos governos locais, que não têm logrado avançar em agendas legislativas capazes de garantir políticas consideradas pelo Fundo como sendo mais robustas e sustentáveis.

<sup>1</sup> Um mercado financeiro líquido é aquele em que o ativo negociado pode ser transformado em meio de pagamento, sem perda de capital, sem custos de transação e sem demora. Já a profundidade do mercado (*market depth*) é a dimensão da liquidez de mercado e se refere à capacidade de absorver grandes volumes de transações (compras e vendas) sem variações significativas dos preços (Davidson, 1998). Nos mercados financeiros contemporâneos, um mercado líquido e profundo é aquele que envolve negociações do ativo em questão em diferentes temporalidades, ou seja, um segmento à vista (liquidação imediata) e um segmento de derivativos (liquidação diferida).

<sup>2</sup> O grau de desenvolvimento e de sofisticação dos mercados financeiros tem sido objeto da atenção de inúmeros estudos comparados. Para avaliar a profundidade dos mercados, são utilizados indicadores de estoques e fluxos (*turn over* ou giro) das operações realizadas. A sofisticação usualmente refere-se ao conjunto de instituições que viabilizam o funcionamento dos mercados (tipos de agentes e de contratos envolvidos; sistemas de liquidação e custódia; regras contábeis, de governança e de boas práticas em geral, etc.). Detalhes e maiores referências em: Levine (2005), IMF (2006), Čihák *et al.* (2012) e World Bank (2012).

Em segundo lugar, a recessão na área do euro revela-se mais profunda e prolongada do que se previa originalmente. As políticas fiscais têm sido duras demais, limitando a recuperação em um ambiente de baixa confiança, demanda privada deprimida e desequilíbrios patrimoniais profundos nos agentes públicos e privados. Em terceiro lugar, a política fiscal restritiva limita a retomada mais robusta da economia dos Estados Unidos. Se a demanda privada se mostra relativamente promissora, a demanda pública restringe o crescimento. Por outro lado, a economia japonesa vem crescendo acima das projeções anteriores.

Nesse quadro, a economia global entra no quinto ano após a falência do banco Lehman Brothers, em setembro de 2008, ponto culminante de um movimento de instabilidade no segmento *subprime* do mercado de financiamento hipotecário que começou em 2007. Por sua vez, iniciada no primeiro trimestre de 2010 com a crise da Grécia, em 2012, a crise da área do euro ganhou força, entrando em recessão técnica — dois trimestres consecutivos de contração do Produto Interno Bruto (PIB) — no terceiro trimestre desse ano, em um contexto em que os governos nacionais das principais economias maduras e emergentes já haviam retirado os maciços estímulos fiscais e monetários que evitaram, ao longo de 2009 e em meados de 2010, a reprodução de um cenário equivalente à crise de 1929. Ao invés de uma nova “grande depressão”, vive-se o ambiente de uma “grande recessão”, com crescimento baixo, instável e sujeito às vulnerabilidades derivadas dos desequilíbrios patrimoniais de famílias, governos e empresas.

É a partir desse panorama mais geral que o presente artigo tem por objetivo analisar as contas externas brasileiras. A hipótese central é de que o comportamento dos fluxos de capitais no período recente responde ao padrão observado nos ciclos financeiros prévios, em que se observa uma complexa interação entre os assim chamados *push factors* (fatores externos) e *pull factors* (fatores internos). Mais especificamente, assume-se que, conforme sugere Akyüz (2011), no segundo trimestre de 2009 emergiu um novo ciclo de liquidez internacional para as economias emergentes, na medida em que a resposta em termos de política monetária das economias avançadas à crise de 2007-08 produziu um ambiente de taxas de juros historicamente baixas e elevada liquidez (*push factor*).

No ciclo que se inaugura em 2009, o diferencial positivo de crescimento entre as economias emergentes e maduras atuou no sentido de estimular a forte entrada de capitais na periferia (*pull factor*). Com isso,

estima-se que os mercados emergentes tenham recebido cerca de US\$ 4 trilhões em fluxos de capitais, especialmente na forma da aquisição de ações e instrumentos de dívida<sup>3</sup>. Porém, na medida em que, a partir de 2011, e com mais intensidade em 2012 e 2013, as principais economias emergentes passaram a experimentar importante desaceleração em seus ritmos de crescimento e algumas economias maduras apresentaram sinais de recuperação, criou-se espaço para a redução da exposição dos investidores globais em títulos de renda fixa e ações dos países emergentes com efeitos significativos sobre os fluxos de capitais e preços de diversas categorias de ativos financeiros.

Argumenta-se aqui que o desempenho das contas externas brasileiras, especialmente dos fluxos de capitais no primeiro semestre de 2013, deve ser compreendido a partir desse processo mais geral. Ademais, há indícios de que, até junho, as pressões externas sobre a conta financeira foram atenuadas pela ação das autoridades monetárias brasileiras, dadas as respostas da política monetária — aumentos na taxa básica de juros — e da regulação macroprudencial — relaxamento dos controles de capitais previamente adotados para mitigar os efeitos desestabilizadores da liquidez excessiva (Prates; Cunha, 2012; 2013).

Além dessa breve **Introdução**, o trabalho está estruturado da seguinte forma: na seção 2, é apresentado um panorama geral sobre o comportamento das contas externas brasileiras no primeiro semestre de 2013, em que já são apontados alguns dos seus condicionantes externos e internos; as seções 3 e 4 aprofundam a análise, com ênfase, respectivamente, na dinâmica dos fluxos de capitais brutos e líquidos; seguem as **Considerações finais**.

## 2 Os fluxos de capitais no primeiro semestre de 2013: panorama geral sobre a interação entre as dinâmicas externa e interna

O final do primeiro semestre de 2013 caracterizou-se por uma forte deterioração das condições de

liquidez internacional para as economias emergentes, provocada pelo pronunciamento de Ben Bernanke, no dia 22 de maio. Nessa data, o presidente do Federal Reserve (Fed) sinalizou a possibilidade de desacelerar, ainda nesse ano, a política de afrouxamento quantitativo<sup>4</sup>, o que desencadeou um movimento de “fuga para o dólar” e liquidação de posições em moedas e ativos emitidos por países emergentes.

Nesse contexto, vários analistas começaram a especular sobre o fim da fase de alta do ciclo de fluxos de capitais para essas economias, que emergiu no segundo trimestre de 2009, num contexto de juros historicamente baixos e expansão monetária nos países avançados (A bubble..., 2013; Harding; Politi; Mackenzie, 2013; IMF, 2013b; Roubini, 2013). Como nos ciclos precedentes (1970-89; 1990-2002; e 2003-09), fatores externos — mais especificamente, as condições monetárias frouxas no centro e, em especial, no emissor da divisa-chave — foram os principais determinantes da mudança de direção dos fluxos de capitais. Assim, não deve ser motivo de surpresa a turbulência no mercado financeiro internacional provocada pelo pronunciamento de Bernanke. A dinâmica desses fluxos é intrinsecamente volátil, pois se subordina às decisões de alocação de portfólio dos investidores globais, que seguem um comportamento de manada, conforme sugerem, dentre outros<sup>5</sup> Borio (2012); Pérez Caldentey e Vernengo (2012); Claessens e Kose (2013) e Braude *et al.* (2013).

No caso da economia brasileira, o impacto negativo da mudança de comportamento dos investidores globais sobre o ingresso líquido de capitais estrangeiros (e, assim, sobre a conta financeira) foi atenuado por dois fatores internos. O primeiro, de natureza macroeconômica, foi a nova fase de alta da meta da taxa Selic iniciada em abril, que foi elevada de 7,25% (patamar vigente desde outubro de 2012) para 8,5% em junho e 9% em agosto. O segundo fator foi a flexibilização dos controles de capitais: em dezembro de 2012, o Ministério da Fazenda aumentou o prazo mínimo das operações de pagamento antecipado de exportações e isentou as captações com prazo superior a um ano do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 6%; e, no início de junho de 2013, eliminou o IOF sobre investimentos estrangeiros de portfólio em renda fixa no mercado financeiro doméstico. Ou seja,

<sup>4</sup> Ver Bernanke, 2013.

<sup>5</sup> Vale esclarecer que o comportamento de manada dos investidores globais explica a volatilidade dos fluxos de capitais para os países emergentes, enquanto os *push and pull factor* (fatores externos e internos) são os principais determinantes da abundância ou escassez desses fluxos, como detalhado na seção 2.

<sup>3</sup> Ver The end..., 2013.

ao mesmo tempo em que reduziram o ingresso de fluxos financeiros (e, assim, o acúmulo de passivo externo) nos momentos de excesso de capitais externos, esses controles também constituem instrumentos auxiliares da gestão macroeconômica, quando há necessidade de atrair esses capitais.

A ampliação do diferencial entre os juros internos e externos — caminho contrário ao seguido por várias economias emergentes (como México, Coreia do Sul e Turquia), que reduziram seus respectivos juros básicos no segundo trimestre de 2013 —, somada à eliminação da cunha fiscal, estimulou as aplicações dos investidores não residentes em títulos de renda fixa domésticos, que atingiram, em junho, o valor recorde (em termos líquidos) da série histórica do Banco Central, US\$ 7,2 bilhões. O desempenho das demais modalidades de fluxos financeiros atraídas por esse diferencial não foi tão favorável, mas revela que o mercado financeiro internacional não fechou as portas para os emissores residentes. Houve captação líquida de recursos mediante emissão de *notes e commercial papers* e contratação de novos empréstimos bancários. Embora esses não tenham sido suficientes para cobrir as amortizações, o principal responsável pelo déficit de US\$ 1,14 bilhão na subconta “Outros investimentos estrangeiros” foram as operações com os organismos multilaterais (saída líquida de divisas de US\$ 2,02 bilhões).

Os resultados sintetizados sugerem que a fase de alta do ciclo pós-crise ainda não chegou ao fim. Como mostra a experiência histórica, os fluxos de capitais para as economias emergentes também se caracterizam por “paradas súbitas” (os chamados *sudden stops*), que podem ter vida curta. Contudo, essa fase deve terminar quando as condições monetárias no centro começarem, efetivamente, a se normalizar.

Assim, deve ser motivo de preocupação o expressivo aumento do déficit de transações correntes, que atingiu 3,82% do PIB (US\$ 43,5 bilhões) no acumulado de janeiro a junho de 2013. É importante ressaltar que, mesmo excluindo as importações de petróleo de 2012 contabilizadas em 2013 (no valor de US\$ 4,5 bilhões), esse déficit manteve-se num patamar elevado, de US\$ 39 bilhões, superando o patamar de 3% do PIB<sup>6</sup>. Contudo, ao menos no primeiro semestre do ano, a economia brasileira conseguiu fechar suas contas externas, embora com uma folga bem menor que a registrada no mesmo período de 2012. Nesse semestre, o superávit de US\$ 49,3 bilhões da conta financeira garantiu um saldo positivo de US\$ 6,3 bilhões do balanço de pagamentos, que poderia ter

sido maior, se a saída de capitais brasileiros para o exterior não tivesse sido tão expressiva (US\$ 18,5 bilhões) — em função, sobretudo, do aumento do ativo de residentes (bancos e exportadores) no exterior. Porém, vale mencionar que a qualidade do financiamento externo se deteriorou, já que o investimento direto externo (IDE), de US\$ 30 bilhões no período analisado, não foi suficiente para financiar aquele déficit.

### 3 A conta financeira e os fluxos brutos de capitais

O balanço de pagamentos brasileiro foi superavitário em US\$ 6,3 bilhões no acumulado de janeiro a junho de 2013 (Gráfico A.1), cifra 71,2% inferior à registrada no mesmo período de 2012 (US\$ 21,8 bilhões) e a menor desde 2004. Ou seja, o resultado do primeiro semestre de 2013 foi pior que o observado em 2009 (US\$ 11,4 bilhões), quando a economia brasileira ainda sentia o efeito-contágio da crise financeira global. Essa deterioração das contas externas só não foi mais intensa devido ao desempenho da conta financeira, que obteve superávit de US\$ 49,3 bilhões, 9% superior ao mesmo período de 2013 (US\$ 45,3 bilhões) e mais do que suficiente para financiar o déficit em transações correntes. Este passou de US\$ 25,2 bilhões para US\$ 43,5 bilhões, um aumento de 72% na mesma base de comparação e recorde desde o início da série histórica do Banco Central do Brasil (BCB) em 1969.

A pequena variação quantitativa encobre uma importante mudança qualitativa no desempenho da conta financeira nos primeiros seis meses de 2013 (Gráfico A.2). Ao contrário do observado no mesmo período de 2012 — quando o menor ingresso de capitais externos foi o responsável pela queda do superávit dessa conta —, no acumulado de janeiro a junho de 2013 esse ingresso avançou 36%, a despeito da saída de recursos externos do Brasil (e dos demais países emergentes) a partir do final de maio — provocada pela sobre-reação dos investidores ao pronunciamento do presidente do Federal Reserve, Ben Bernanke, sinalizando a possibilidade de redução da compra de ativos ainda nesse ano (Harding; Politi; MacKenzie, 2013; Roubini, 2013).

O desempenho favorável do ingresso líquido de capitais externos não transpareceu, integralmente, no resultado da conta financeira, devido ao expressivo crescimento (superior a 180%) da saída de capitais

<sup>6</sup> Para maiores detalhes, ver Carta... (2013).

brasileiros para o exterior, que atingiu US\$ 18,5 bilhões (frente a US\$ 5,7 e US\$ 4,4 bilhões, no mesmo período de 2011 e 2012, respectivamente). Esse forte crescimento decorreu, sobretudo, do aumento do déficit da subconta “Outros investimentos brasileiros”, provocado por dois movimentos.

O primeiro foi a ampliação dos empréstimos e financiamentos ao exterior, que somou US\$ 9,5 bilhões (contra US\$ 1,1 bilhões no mesmo período de 2012), que se referem, na sua maior parte, a crédito comercial concedido a exportadores e importadores de bens brasileiros. Os bancos mais ativos nessas operações são o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e o Banco do Brasil (BB). Vale mencionar que essas duas instituições firmaram, em junho de 2012, o primeiro contrato na modalidade *buyer's credit* do BNDES Exim Automático.<sup>7</sup> Por meio desse acordo, o BB, atuando por meio de suas agências fora do território brasileiro, pode financiar importadores de bens de capital brasileiros nos países da América Latina. Assim, apesar do seu impacto negativo na conta financeira do balanço de pagamentos, uma parcela dessas operações contribui positivamente para o desempenho da balança comercial brasileira.

O segundo e principal movimento foi o crescimento do saldo negativo da subconta “Moeda e depósito”, que atingiu US\$ 13,9 bilhões no acumulado do primeiro semestre de 2013, devido à atuação, sobretudo, de dois grupos de agentes domésticos: os bancos e os exportadores. No caso dos bancos, em função da inexistência de contas em moeda estrangeira no País para a maioria dos residentes e não residentes, as operações de câmbio são liquidadas, na ponta de moeda estrangeira, mediante a transferência entre contas bancárias no exterior dos bancos autorizados a operar no mercado de câmbio (com exceção do câmbio manual, utilizado em viagens internacionais). Assim, o déficit da subconta “Moedas e depósitos-bancos” reflete compras superiores a vendas de dólares no mercado à vista pelos bancos brasileiros no acumulado do primeiro semestre, resultando numa variação positiva do seu ativo no exterior.

Vale lembrar que, como o regime cambial brasileiro é de flutuação suja, o resultado do balanço de pagamentos não equivale à variação das reservas internacionais, mas, sim, à soma dessa variação e da variação dos ativos dos bancos no exterior.<sup>8</sup> No primeiro semestre de 2013, como a atuação do BCB no merca-

do à vista foi modesta, limitando-se a intervenções mediante linhas de recompra no valor líquido de US\$ 3,8 bilhões — bem inferior ao superávit cambial do período (US\$ 9,5 bilhões) —, a diferença foi absorvida pelos bancos, que passaram de uma posição vendida de US\$ 5,2 bilhões em abril para uma comprada de US\$ 5,4 em maio e US\$ 3,0 bilhões em junho. Essa diferença não equivale ao déficit na subconta “Moeda e depósitos-bancos” dos Outros investimentos brasileiros, pois esse déficit contabiliza somente a variação dos ativos dos bancos de capital nacional. A parcela do superávit cambial adquirida por bancos estrangeiros que possuem carteira de câmbio é registrada nessa mesma subconta da modalidade “Outros investimentos estrangeiros”.

No caso dos exportadores, a extinção da cobertura cambial às exportações em março de 2008 pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) permitiu a manutenção da totalidade das suas receitas no exterior. Com isso, dependendo das suas expectativas em relação à trajetória da taxa de câmbio e da necessidade de liquidez em reais, esses agentes decidem (ou não) internalizar essas receitas. No período analisado, US\$ 3,8 bilhões das receitas de exportações foram mantidas em contas correntes no exterior, registrados na subconta “Moeda e depósito-outros setores”.

Assim, nos dois casos — bancos e exportadores —, embora tenha havido saída de divisas pela subconta “Moeda e depósito”, que tiveram impacto negativo no resultado da conta financeira, houve aumento dos ativos brasileiros no exterior. Ou seja, os fluxos de capitais negativos resultaram em ampliação do ativo externo, que afeta positivamente a situação de solvência externa do País. Essa assimetria no desempenho das contas externas do ponto de vista dos fluxos e dos estoques decorre, em grande medida, do processo de liberalização cambial concluído pelo Governo Lula (2003-10) mediante duas medidas: a unificação do mercado de câmbio comercial e flutuante e a abolição do último resquício do monopólio de câmbio da autoridade monetária em janeiro de 2006, isentando os bancos da obrigação de depositar no BCB, sem remuneração, os valores que excedessem a posição comprada de US\$ 5 milhões; e, como já mencionado, a extinção da cobertura cambial às exportações em março de 2008.

Já o ingresso líquido de capitais estrangeiros (Tabela A.2), embora tenha crescido 18% no acumulado dos primeiros seis meses do ano frente ao mesmo período de 2012, apresentou uma piora na sua composição. Isto porque a participação do investimento direto estrangeiro (IDE) recuou de 70% para 60% na

<sup>7</sup> Informação obtida em [www.bndes.com.br](http://www.bndes.com.br). Acesso em: 20 jul. 2013.

<sup>8</sup> As evidências para este e para os parágrafos seguintes estão nos Gráficos A.2 e A.3 e na Tabela A.1.

mesma base de comparação, somando US\$ 30 bilhões (valor insuficiente para financiar o déficit em transações correntes). Ademais, o perfil do IDE também se modificou, com o aumento do peso dos empréstimos intercompanhias de 22% para 57%, associado a dois fatores: (i) a nova fase de elevação da meta da taxa Selic (de 7,25% em fevereiro para 8,5% em junho), que ampliou o diferencial entre os juros externos e internos, tornando mais atrativas as operações de arbitragem de juros pelas empresas transnacionais; e (ii) a isenção dos empréstimos com prazo superior a um ano do IOF de 6% em dezembro de 2012 (ver seção 4).

Simultaneamente, a participação da modalidade “Participação no capital” passou de 82% para 64% do total. Como essa modalidade de IDE é pró-cíclica, seu declínio pode ser explicado, em grande parte, pelo baixo dinamismo da atividade econômica doméstica, que não apresentou a recuperação esperada, no final de 2012, pelo Governo e pelo chamado “mercado” (ou seja, departamentos econômicos dos bancos e consultorias econômicas). Nesse contexto, os aportes de capital para a indústria registraram a maior queda entre os três principais setores de atividade, o que resultou no recuo da sua participação no total de 47,7% no primeiro semestre do ano anterior para somente 32,8%. Ao mesmo tempo, o setor serviços assumiu a liderança, com uma participação de 50,6% (contra 37,9% na base de comparação). Todavia, diante da frustração das expectativas, o crescimento dos novos aportes de capitais no Setor Terciário também foi tímido, de somente 6,8%. Ademais, a queda dos preços de várias *commodities* (sobretudo metálicas) (IMF, 2013b), também afetou negativamente o ingresso de IDE em algumas atividades industriais (como metalurgia e alimentos) e no setor de “Agricultura, pecuária e extrativa mineral”. Nesse caso, o recuo foi de 6,9%, decorrente, exclusivamente, da queda dos investimentos na atividade de “extração de minerais metálicos”.

Em contrapartida, os fluxos financeiros, que avançaram 58% na mesma base de comparação, passaram a responder por 40% do total do ingresso líquido de capitais externos (contra 30% no primeiro semestre do ano anterior). Essa evolução foi reflexo, sobretudo, do melhor desempenho da modalidade “Outros investimentos estrangeiros”, que cresceu 60% devido à expansão de 224% dos empréstimos e financiamentos contraídos no mercado financeiro internacional. Já os “Investimentos estrangeiros de portfólio” recuaram 11%, em decorrência, principalmente, da mudança de comportamento dos investidores globais a partir do final de maio. Para a melhor compreensão da

dinâmica desses fluxos no período em foco, analise-se, a seguir, sua evolução mensal no período jan.-jun./13.

## 4 A dinâmica do ingresso líquido de capitais externos

A trajetória mensal do fluxo líquido de capitais externos ao longo do primeiro semestre de 2013 (Gráfico A.3) reflete a interação de um fator externo — as condições vigentes no mercado financeiro internacional — com dois fatores internos — de natureza macroeconômica e regulatória, respectivamente.

No que diz respeito ao fator externo, a demanda dos investidores globais por ativos emitidos por países emergentes manteve-se elevada de janeiro até a quarta semana de maio, estimulada pela intensificação das políticas de acomodação monetária nas principais economias avançadas após o lançamento da nova política monetária pelo Banco Central do Japão (BoJ) e a redução da meta da taxa de juros básica pelo Banco Central Europeu (BCE) no início de maio. Ademais, nesse período, o Federal Reserve (Fed) deu prosseguimento à sua política de afrouxamento quantitativo. Nesse contexto, a divulgação de indicadores negativos sobre a atividade econômica nos Estados Unidos e na China, em março, e a crise bancária no Chipre não foram suficientes para reverter a evolução favorável dos mercados acionários e das condições de liquidez para as economias emergentes (BIS, 2013).

Contudo, como transparece na evolução do prêmio dos Credit Default Swaps (CDS) — atualmente, o principal indicador de Risco-País —, exatamente após o dia 22 de maio, quando Ben Bernanke sinalizou a possibilidade de desaceleração dessa política ainda em 2013, esse prêmio começou a subir de forma praticamente sincronizada no caso de sete países que se destacaram na absorção de recursos externos, após a crise financeira global de 2008 (Gráfico A.4).

Como destaca Akyüz (2011), no segundo trimestre de 2009 emergiu um novo ciclo de liquidez internacional para essas economias, num contexto de juros historicamente baixos e expansão monetária nos países avançados. Ou seja, a resposta de política monetária à crise deu origem ao quarto ciclo de *boom* e *burst* de capitais para a periferia desde o colapso de Bretton Woods. Como nos ciclos precedentes (1970-89; 1990-2002; e 2003-09), fatores externos (em in-

glês, *push factors*) — mais especificamente, as condições monetárias frouxas no centro e, em especial, no emissor da divisa-chave — foram os principais determinantes da mudança de direção dos fluxos de capitais. Assim, não deve ser motivo de surpresa a turbulência no mercado financeiro internacional provocada pelo pronunciamento do presidente do Fed. Conforme tem sido reconhecido pelo *mainstream* acadêmico e oficial (Braude *et al.*, 2013; Claessens; Kose, 2013; IMF, 2011), os fluxos de capitais internacionais, especialmente quando direcionados aos países emergentes e em desenvolvimento, apresentam elevada volatilidade. Episódios de crises financeiras são recorrentes, de modo que a utilização de controles de capitais como forma de atenuar os impactos potencialmente desestabilizadores dos ciclos financeiros (Borio, 2012; Cynamon; Fazzari; Setterfield, 2013; Pérez Caldentey; Vernengo, 2012) voltou à ordem do dia, nos debates acadêmicos e políticos.

Tendo isso em perspectiva, assume-se aqui que ainda não é possível afirmar que a fase de alta do ciclo pós-crise já chegou ao fim. Esses ciclos também se caracterizam por “paradas súbitas” (os chamados *sudden stops*), que podem ter vida curta. Contudo, não há dúvida de que ela terminará quando as condições monetárias no centro começarem, efetivamente, a ser revertidas.

Os fatores internos, todavia, também influenciaram a dinâmica dos fluxos financeiros ao longo do semestre. Como relevam vários estudos, de diferentes matizes teóricos — ver, por exemplo, Akyüz (2011) e IMF (2011) —, enquanto o volume de recursos direcionado para as economias emergentes é determinado, sobretudo, por fatores externos, sua distribuição entre essas economias depende dos chamados fatores internos (*pull factors*).<sup>9</sup>

No período analisado, dois fatores internos contribuíram positivamente para o ingresso de fluxos financeiros externos. O primeiro, de natureza macroeconômica, foi o início, em abril, de uma nova fase de alta da meta da taxa de juros Selic, que foi elevada do patamar de 7,25% vigente desde outubro de 2012 para 8,5% em junho de 2013. Com isso, o diferencial entre os juros internos e externos foi ampliado, ao mesmo tempo em que várias economias emergentes (México,

Coreia do Sul e Turquia) seguiam o passo das suas congêneres avançadas e reduziam seus respectivos juros básicos, como destaca o BIS (2013).

O segundo fator foi a flexibilização dos controles de capitais (Quadro 1). Em dezembro de 2012, o Ministério da Fazenda aumentou o prazo mínimo das operações de pagamento antecipado de exportações de um para cinco anos e reduziu, de dois anos para um ano, o prazo mínimo das captações externas sujeitas ao IOF de 6% (que beneficiou tanto as emissões de títulos e empréstimos bancários, como os empréstimos intercompanhias com prazo superior a um ano). Ao que tudo indica, o objetivo dessas medidas foi atenuar as pressões de depreciação do real num contexto de aceleração da inflação. No início de junho, em resposta à deterioração das condições de liquidez internacional, foi eliminado o IOF de 6% sobre aplicações de investidores não residentes em renda fixa reduzida.

Quadro 1

Medidas de gestão dos fluxos de capitais no Brasil — jan./12-jul./13

DATA	MEDIDA
29/02/2012	IOF de 6% passa a incidir sobre captações externas com prazo mínimo de 36 meses.
01/03/2012	Operações de Pagamento Antecipado de exportações passam a ter prazo máximo de 360 dias, e o financiador deverá ser o comprador das mercadorias a serem exportadas. As operações que não seguirem essas regras serão consideradas empréstimos externos e poderão pagar IOF de 6%, se tiverem um prazo inferior a três anos.
09/03/2012	IOF de 6% passa a incidir sobre captações externas com prazo mínimo de 60 meses.
14/06/2012	IOF voltou a incidir somente sobre captações externas com prazo mínimo de 24 meses.
28/06/2012	Autorização para que instituições financeiras e outras pessoas jurídicas no exterior realizem operações de pagamento antecipado às exportações.
04/12/2012	Prazo mínimo das operações de pagamento antecipado de exportações foi ampliado de um para cinco anos.
05/12/2012	IOF de 6% voltou a incidir somente sobre captações externas com prazo mínimo de 12 meses (um ano).
13/06/2013	Alíquota de IOF incidente sobre aplicações de investidores não residentes em renda fixa reduzida de 6% para 0%.
01/07/2013	Eliminado o recolhimento compulsório sobre o excedente das posições vendidas dos bancos no mercado à vista.
03/07/2013	Operações de Pagamento Antecipado de exportação voltaram a não ter mais prazo-limite.

FONTE DOS DADOS BRUTOS: BCB (2013).

Num ambiente de condições ainda favoráveis à contratação de recursos externos, a eliminação do IOF

<sup>9</sup> Vale mencionar que, simultaneamente ao reconhecimento de que os fluxos de capitais para os países emergentes são voláteis, e, assim, que seus custos podem superar os benefícios em alguns casos, o FMI reviu sua posição em relação aos controles de capitais e passou a aceitar a adoção das chamadas Capital Management Measures (CMMs) de forma temporária e em determinadas circunstâncias. A esse respeito, ver IMF (2011) e Gallagher (2012).

sobre captações externas com prazo superior a um ano impulsionou os empréstimos e financiamentos de curto prazo no primeiro trimestre do ano, que atingiram US\$ 6,9 bilhões contra um saldo negativo de US\$ 3,8 bilhões no mesmo período de 2012 (Gráfico A.5). Os empréstimos de longo prazo também tiveram um bom desempenho em fevereiro, quando empresas e bancos aproveitaram para satisfazer suas necessidades de financiamento do ano, diante do risco de deterioração daquelas condições num contexto de fragilidade da recuperação econômica global. Já no segundo trimestre, o ingresso líquido de capitais na subconta “Outros investimentos estrangeiros” ancorou-se no crédito comercial de curto prazo, estimulado pelas operações de arbitragem de juros num contexto de alta da meta da taxa Selic.

Em junho, todavia, as operações de crédito comercial de curto prazo foram insuficientes para compensar a saída de recursos na modalidade “Empréstimos e financiamentos-demais setores de LP”, o que resultou num déficit de US\$ 1,14 bilhão na subconta “Outros investimentos estrangeiros”. A deterioração das condições de custo e prazo dos empréstimos bancários para os países emergentes, provocada pelo pronunciamento de Ben Bernanke, contribuiu para esse resultado deficitário, mas não foi seu principal determinante. Enquanto o saldo líquido desses empréstimos foi negativo em apenas US\$ 920 milhões — devido a um ingresso de US\$ 1,44 bilhão frente a amortizações de US\$ 2,56 bilhões —, as operações com os organismos multilaterais resultaram numa saída líquida de divisas bem superior, de US\$ 2,02 bilhões, em função da concentração de amortizações no mês (de US\$ 2,5 bilhões) *vis-à-vis* a novas contratações de somente US\$ 481 milhões.

A redução da demanda dos investidores globais por ativos dos países emergentes também contaminou algumas modalidades da subconta “Investimento estrangeiro de portfólio” (Gráfico A.6). Porém, ao contrário dos “Outros investimentos estrangeiros”, essa subconta foi superavitária, em US\$ 2,88 bilhões, em junho. Isto porque, se, por um lado, essa redução resultou na saída líquida de investimento em ações negociadas na Bovespa no valor de US\$ 3,7 bilhões (a maior desde maio de 2010, quando eclodiu a crise da Grécia) e na modalidade “Títulos de renda fixa negociados no exterior” (US\$ 629 milhões, em função da amortização líquida de títulos soberanos), por outro lado, a ampliação do diferencial entre os juros interno e externo (na contra corrente das demais economias emergentes) e a eliminação do IOF sobre aplicações de não residentes em títulos de renda fixa no País, no início de junho,

estimularam essas aplicações, que atingiram US\$ 7,2 bilhões em junho, recorde histórico.

## 5 Considerações finais

O período da globalização liderada pelas finanças, que se aprofundou a partir dos anos 80 do século passado, tem sido marcado pela recorrência de episódios de instabilidade e de crises financeiras. A dinâmica dos ciclos financeiros impõe-se tanto nas economias maduras, quanto nas periféricas que se inseriram nessa globalização, tornando-se “emergentes”, ainda que de forma assimétrica, com as segundas usualmente assumindo posições de maior passividade e, por decorrência, vulnerabilidade.

O presente artigo analisou o comportamento das contas externas brasileiras no primeiro semestre de 2013, enfatizando os fluxos de capitais. Partiu-se da constatação de que, a partir do segundo trimestre de 2009, emergiu um novo ciclo de liquidez internacional para as economias emergentes, na medida em que a crise financeira de 2007-08 ensejou respostas em termos de política monetária nas economias avançadas que produziram um ambiente de taxas de juros historicamente baixas e elevada liquidez (*push factor*). Procurou-se fornecer evidências de que a hipótese principal levantada é relevante, vale dizer, de que o desempenho recente dos fluxos de capitais para a economia brasileira sinaliza que: (i) nos primeiros meses de 2013, especialmente a partir de maio, houve reversão, pelo menos parcial, das condições de elevada liquidez e maior apetite por correr risco por parte dos investidores internacionais; e (ii) há indícios de que, até junho, as pressões externas sobre a conta financeira foram atenuadas pela ação das autoridades monetárias brasileiras, dadas as respostas da política monetária — aumentos na taxa básica de juros — da regulação macroprudencial — relaxamento dos controles de capitais previamente adotados para mitigar os efeitos de-sestabilizadores da liquidez excessiva (Prates; Cunha, 2012; 2013).

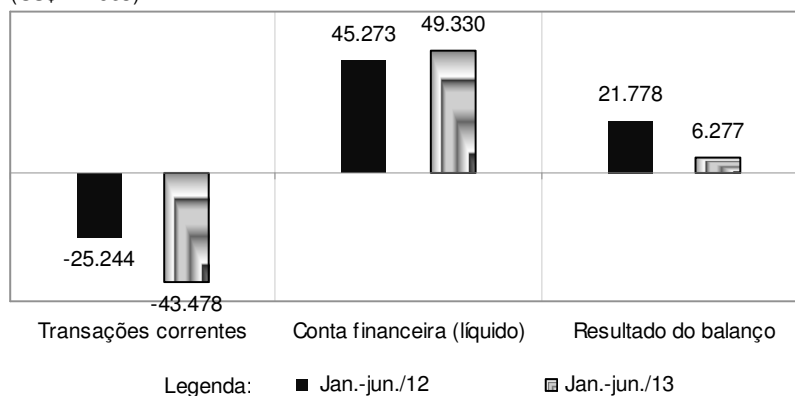


## Anexo estatístico

Gráfico A.1

Balanco de pagamentos do Brasil — jan.-jun. 2012-13

(US\$ milhões)

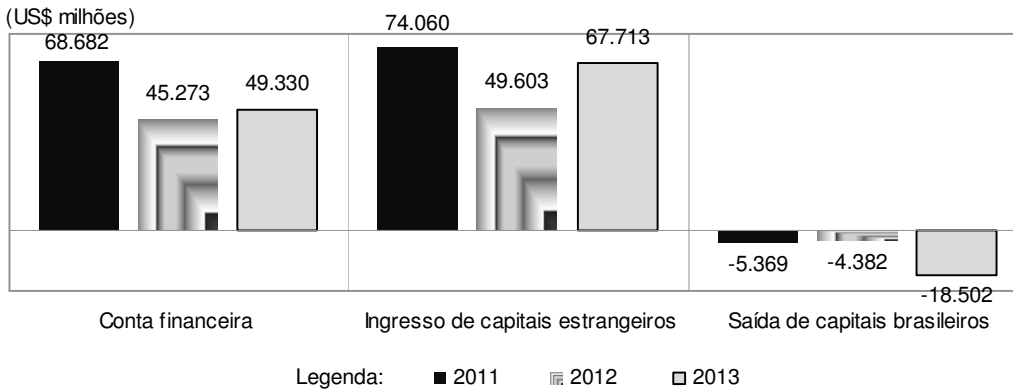


FONTE DOS DADOS BRUTOS: BCB (2013a).

Gráfico A.2

Conta financeira e os fluxos brutos de capitais no Brasil — 2011-13

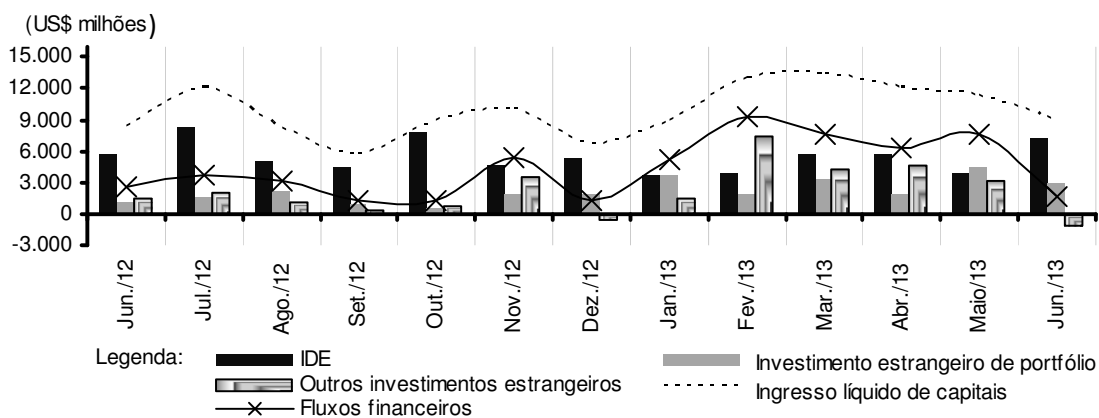
(US\$ milhões)



FONTE DOS DADOS BRUTOS: BCB (2013a).

Gráfico A.3

Principais modalidades do ingresso líquido de capitais externos no Brasil — jun./12-jun./13

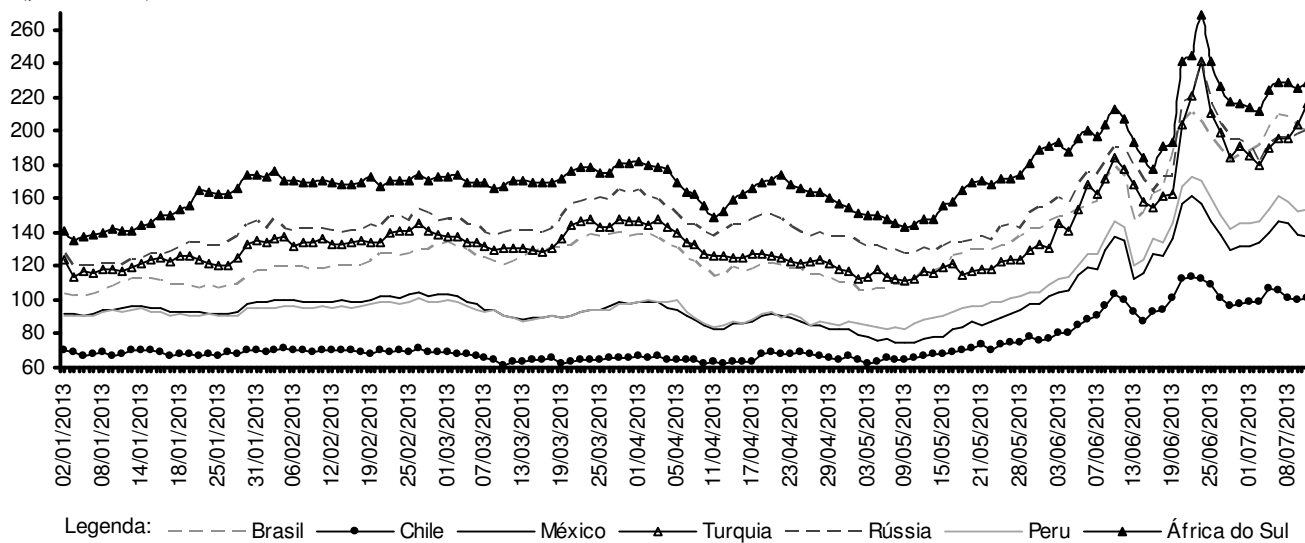


FONTE DOS DADOS BRUTOS: BCB (2013a).

Gráfico A.4

Prêmio do Credit Default Swap em economias selecionadas — 2013

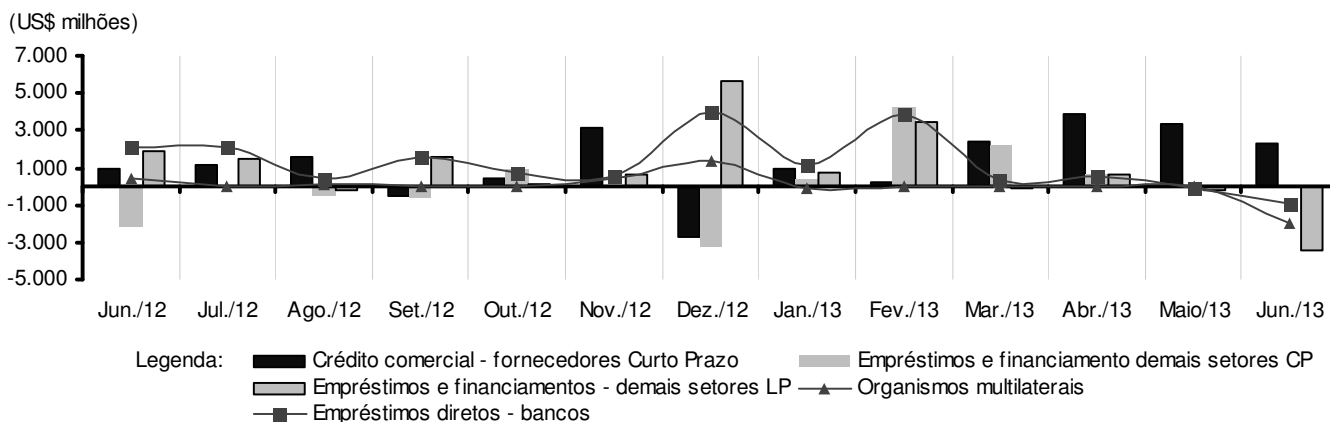
(pontos-base)



FONTE DOS DADOS BRUTOS: Bloomberg (2013).

Gráfico A.5

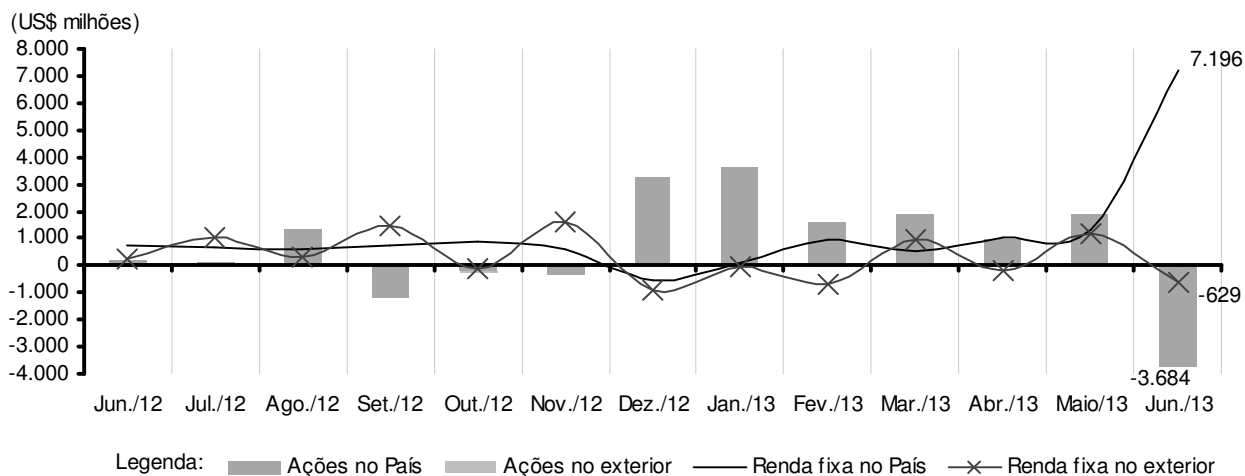
Principais modalidades de outros investimentos estrangeiros no Brasil — jun./12-jun./13



FORNTE DOS DADOS BRUTOS: BCB (2013a).

Gráfico A.6

Principais modalidades de investimento estrangeiro em portfólio no Brasil — jun./12-jun./13



FORNTE DOS DADOS BRUTOS: BCB (2013a).

Tabela A.1

## Fluxos brutos de capitais no Brasil — 2011-13

DISCRIMINAÇÃO	(US\$ milhões)		
	2011	2012	2013
<b>Ingresso de capitais estrangeiros</b> .....	69.025	42.444	50.098
<b>Investimento direto (IDE)</b> .....	32.502	29.730	30.027
Participação no capital .....	25.827	24.469	19.096
Empréstimo intercompanhia .....	6.675	5.261	10.930
<b>Fluxos financeiros</b> .....	36.523	12.714	20.071
Investimento de portfólio .....	7.400	348	310
Ações de companhias brasileiras .....	-4.865	-3.690	-2.193
Títulos de RF negociados no País .....	-438	-320	-1.984
Títulos RF negociados no exterior .....	-3.776	-2.405	-1.196
Outros investimentos .....	29.123	12.366	19.761
Crédito comercial .....	7.313	11.438	13.743
Empréstimos e financiamentos .....	23.922	2.636	8.545
Moeda e depósito .....	-2.949	-1.710	-2.540
<b>Saída de capitais brasileiros</b> .....	-5.369	-4.382	-18.209
<b>Investimento direto (IDE)</b> .....	2.484	5.001	7.506
Participação no capital .....	-7.202	-2.810	-9.733
Empréstimo intercompanhia .....	10.268	7.811	16.946
<b>Fluxos financeiros</b> .....	-7.853	-9.384	-25.715
Investimentos de portfólio .....	12.711	-5.143	-2.859
Outros investimentos .....	-20.564	-4.241	-22.855
Empréstimos e financiamentos .....	-20.344	-1.166	-9.534
Moeda e depósito .....	-306	-2.830	-13.990
Bancos .....	1.783	-4.736	-10.118
Demais setores .....	-2.089	1.905	-3.872

FONTE: Banco Central do Brasil.

NOTA: Os valores referem-se ao acumulado de janeiro a junho.

Tabela A.2

## Ingressos de investimentos diretos estrangeiros e suas participações no capital no Brasil — jan.-jun. 2012-13

DISCRIMINAÇÃO	(US\$ milhões)				
	JAN-JUN/12		JAN-JUN/13		VARIACÃO %
	Valor	Percentual	Valor	Percentual	
<b>TOTAL</b> .....	27.036	100,0	21.612	100,0	-20,1
<b>Agricultura, pecuária e extrativa mineral</b> .....	3.714	13,7	3.456	16,0	-6,9
Extração de petróleo e gás natural .....	1.885	7,0	2.293	10,6	21,7
Agricultura, pecuária e serviços relacionados .....	237	0,9	498	2,3	110,6
Extração de minerais metálicos .....	1.064	3,9	310	1,4	-70,9
Atividades de apoio à extração de minerais .....	375	1,4	285	1,3	0,0
<b>Indústria</b> .....	12.904	47,7	7.091	32,8	-45,0
Produtos alimentícios .....	2.844	10,5	1.122	5,2	-60,5
Metalurgia .....	4.161	15,4	1.088	5,0	-73,9
Veículos automotores, reboques e carrocerias .....	595	2,2	830	3,8	39,5
Produtos farmoquímicos e farmacêuticos .....	1.185	4,4	629	2,9	-47,0
Equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos .....	185	0,7	619	2,9	234,1
Produtos químicos .....	763	2,8	581	2,7	-23,8
Produtos de borracha e de material plástico .....	321	1,2	496	2,3	54,8
Coque, derivados de petróleo e biocombustíveis .....	247	0,9	421	1,9	70,1
Máquinas e equipamentos .....	562	2,1	338	1,6	-39,9
<b>Serviços</b> .....	10.234	37,9	10.932	50,6	6,8
Comércio, exceto veículos .....	2.185	8,1	2.055	9,5	-5,9
Transporte .....	823	3,0	1.500	6,9	82,2
Seguros, resseguros, previdência complementar e planos de saúde .....	252	0,9	1.474	6,8	485,6
Eletricidade, gás e outras utilidades .....	1.266	4,7	1.006	4,7	-20,5
Atividades imobiliárias .....	898	3,3	793	3,7	-11,6
Serviços financeiros e atividades auxiliares .....	750	2,8	782	3,6	4,2
Serviços de tecnologia da informação .....	565	2,1	395	1,8	-30,0

FONTE DOS DADOS BRUTOS: BCB (2013a).

## Referências

A BUBBLE in pessimism. **The Economist**, New York, v. 408, n. 8849, p. 38-39, 17 Aug 2013.

AKYÜZ, Y. **Capital flows to developing countries in a historical perspective: will the current boom end with a bust and how?** Geneva: South Centre, 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Regulamentação específica sobre o mercado de câmbio e os capitais internacionais**. 2013. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?cambioleg>>. Acesso em: 10 jul. 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Série Histórica do Balanço de Pagamentos**. 2013a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG>>. Acesso: 25 jul. 2013.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Annual Report**. Basle: Bank of International Settlements, 2013.

BERNANKE, B. S. **[Statement]**. 2013. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20130522a.htm>>. Acesso em: 30 set. 2013.

BLOOMBERG. 2013. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com>>. Acesso em: 25 jul. 2013.

BORIO, C. **The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?** Basle: BIS, 2012. (BIS Working Papers, n. 395).

BRAUDE, J. *et al.* (Ed.). **The Great Recession: Lessons for Central Bankers**. Cambridge, MA: The MIT Press, 2013.

CARTA DE CONJUNTURA. Rio de Janeiro: IPEA, n. 20, jun. 2013. Disponível em:

<[http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/cc19\\_completa.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/cc19_completa.pdf)>. Acesso em: 10 jul. 2013.

ČIHÁK, M. *et al.* **Benchmarking Financial Development Around the World**. Washington, D.C.: World Bank, 2012. (Policy Research Working Paper, n. 6175).

CLAESSENS, S.; KOSE, M. **Financial Crises: explanations, types, and implications**. Washington, D.C.: IMF, 2013. (Working Paper, n. 13/28).

CYNAMON, B. Z.; FAZZARI, S.; SETTERFIELD, M. (Ed.). **After the Great Recession: the struggle for economic recovery and growth**. Cambridge: Cambridge University Press, 2013.

DAVIDSON, P. Volatile Financial Markets and the Speculator. **Economic Issues**, Nottingham, v. 3, n. 2, p. 1-18, Sept. 1998.

GALLAGHER, K. The IMF's new view on financial globalization: a critical assessment. **Pardee Center Issues in Brief**, Boston, MA, n. 26, 2012. Disponível em: <<http://www.ifs.du.edu/pardee>>. Acesso em: 12 jun. 2012.

HARDING, R.; POLITI, J.; MACKENZIE, M. Ben Bernanke says bond buying could slow. **Financial Times**, [Washington, D.C.], 23 May 2013. Disponível em: <<http://www.ft.com>>. Acesso em: 2 jun. 2013.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **Financial Soundness Indicators: Compilation Guide**, March 2006. Washington D.C.: International Monetary Fund, 2006.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **Global Financial Stability Report**: April 2013. Washington D.C.: International Monetary Fund, 2013. Disponível em: <<http://www.imf.org>>. Acesso em: 10 dez. 2012.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **Recent Experiences in Managing Capital Inflows: cross-cutting themes and possible policy framework**. Washington D.C.: International Monetary Fund, 2011. Disponível em: <<http://bit.ly/QSqrVQ>>. Acesso em: 10 dez. 2012.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **World Economic Outlook**: April 2013. Washington D.C.: International Monetary Fund, 2013a. Disponível em: <<http://www.imf.org>>. Acesso em: 10 dez. 2012.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **World Economic Outlook**: Updated, July 2013. Washington D.C.: International Monetary Fund, 2013b. Disponível em: <<http://www.imf.org>>. Acesso em: 10 dez. 2012.

LEVINE, R. Finance and Growth: Theory and Evidence. In: AGHION, P.; DURLAUF, S. (Ed.). **Handbook of Economic Growth**. Amsterdam: North Holland, 2005. v. 1, cap. 12, p. 865-934.

PÉREZ CALDENTEY, E.; VERNENGO, M. **Toward an Understanding of Crises Episodes in Latin America: A Post-Keynesian Approach**. Annandale-on-Hudson: The Levy Economics Institute, 2012. (Working Paper, n. 728).

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M. Controles de capitais e o perfil do passivo externo brasileiro: tendências recentes e perspectivas. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 40, n. 4, p. 71-82, 2013.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M. Medidas macroprudenciais e a evolução do crédito em 2011. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 39, n. 4, p. 117-128, 2012.

ROUBINI, N. Trouble in emerging market paradise. **Project Syndicate**, [S.l.], 22 July 2013. Disponível em: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/slower-growth-ahead-for-the-brics-and-other-emerging-markets-by-nouriel-roubini>>. Acesso em: 12 dez. 2012.

THE END of the affair. **The Economist**, New York, v. 407, n. 8840, p. 71-73, 15 June 2013.

WORLD BANK. **Global Financial Development Report 2013: rethinking the role of government in finance**. Washington, D.C.: World Bank, 2012.