

## SEÇÃO II

# Setor externo

## Sumário

**Marcelo José Braga Nonnenberg**

Técnico de Planejamento e Pesquisa da  
Diretoria de Estudos e Políticas  
Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

[marcelo.nonnenberg@ipea.gov.br](mailto:marcelo.nonnenberg@ipea.gov.br)

A pandemia da Covid-19, que atinge o mundo inteiro, teve consequências devastadoras sobre a produção, o comércio mundial e os mercados financeiros globais. Como sempre ocorrem em momentos de grande estresse econômico, os investidores correm na direção da moeda americana, provocando desvalorização das taxas de câmbio na maioria dos países. No Brasil, apenas entre o início de março e o início de maio, o real sofreu desvalorização de cerca de 23%, mas a volatilidade dos mercados financeiros tem sido muito alta, o que significa que essa porcentagem pode flutuar bastante nas próximas semanas. Todavia, as taxas efetivas reais de câmbio nos doze meses até março desvalorizaram-se 20%, quando ponderadas tanto pelas exportações como pelas importações.

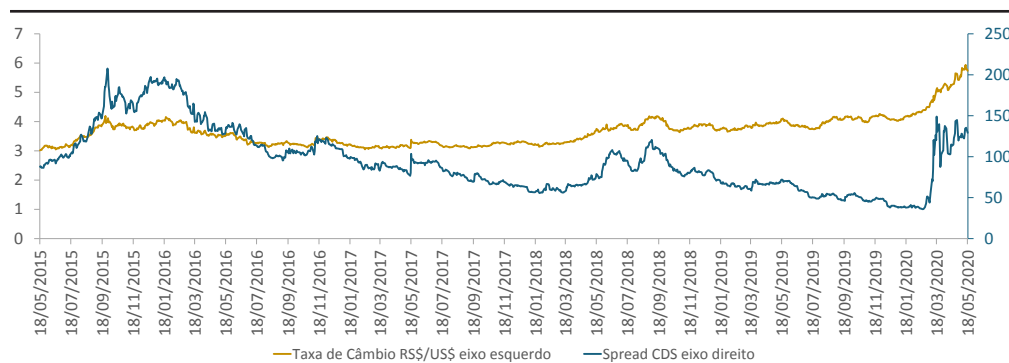
Até março, os efeitos da crise sobre os fluxos de exportação e importação do Brasil ainda foram tímidos – entretanto, em abril, já começaram a se fazer sentir. Com base nas médias diárias, o valor de abril das exportações foi de US\$ 18,3 bilhões, praticamente igual ao do mesmo mês do ano passado, com uma queda de apenas 0,3%. No entanto, esse número deve ser olhado com mais detalhe para se compreender melhor o resultado, como será feito em seguida. Com base nas médias diárias dessazonalizadas, percebe-se que as exportações caíram 1,7% em abril, pelo segundo mês consecutivo, e esse valor varia muito quando se observam os fatores agregados. Enquanto os básicos tiveram alta de 6,6% na mesma base de comparação, os semimanufaturados sofreram queda de 7,9%, e os manufaturados, de 23,3%. O aumento das exportações de básicos deveu-se principalmente a uma grande elevação das exportações de soja, com crescimento de 73,5% com relação ao mesmo mês do ano passado, e de café e algodão em bruto, com aumentos de 13,2% e 18,7% na mesma base, entre os produtos agropecuários. Entre os demais produtos, destacam-se as elevações das vendas externas de minério de ferro, com 49%, e alguns outros com crescimentos elevados – entretanto, a maioria teve queda no mesmo período. As importações, por sua vez, já começam a apresentar queda. O valor de US\$ 11,6 bilhões ficou abaixo dos US\$ 13,6 bilhões registrados em abril do ano passado e, com base nas médias diárias, significou queda de 10,5%. Com base nas médias diárias dessazonalizadas, houve uma queda de 13,7% com relação ao mês anterior. O *superavit* comercial em abril, portanto, foi de US\$ 6,7 bilhões no mês e de US\$ 12,3 bilhões no acumulado do ano.

O *deficit* em conta corrente, nos três primeiros meses do ano, ficou em US\$ 15,2 bilhões, praticamente igual ao valor observado no mesmo período do ano passado. Em termos de participação no produto interno bruto (PIB), houve um aumento de 3,38% para 4,03%. No acumulado dos doze meses terminados em março deste ano, os investimentos diretos no país, como proporção do PIB (4,49%) continuaram superando o *deficit* em conta corrente no mesmo período (2,8%). Entretanto, considerando apenas os últimos três meses até março, o financiamento do *deficit* em conta corrente dependeu de dois fatores que não devem ser recorrentes no tempo. Em primeiro lugar, um regresso de investimentos diretos no exterior extremamente elevado (especialmente em março); em segundo, uma queda de reservas de valor expressivo. Apesar de nossas reservas internacionais ainda estarem num nível bastante elevado, não se pode deixar de notar que, do final de junho do ano passado até o final de março, esse valor já foi reduzido em US\$ 45 bilhões.

## 1 Câmbio e preços

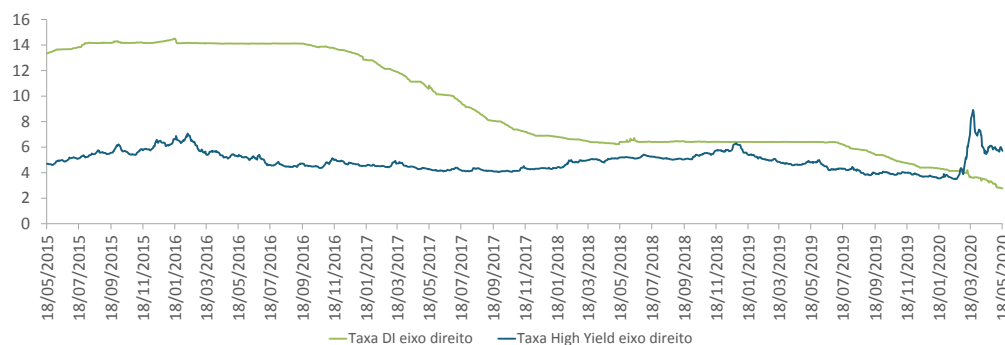
A pandemia teve efeitos devastadores sobre todos os países, não apenas sobre produção e renda, mas também sobre todos os indicadores financeiros. Como sempre ocorre em momentos de estresse da economia mundial, os investidores buscaram maior segurança na moeda americana, provocando fortes desvalorizações. No caso brasileiro, entre o início de março e o dia 18 de maio, a taxa real/dólar desvalorizou-se 27,7%. No mesmo período, o *spread do credit default swap* (CDS) aumentou 161%, como se observa no gráfico 1. Além disso, a volatilidade tem sido extremamente elevada. O gráfico 2, por sua vez, mostra uma inversão dos movimentos de taxas de juros no Brasil e nos Estados Unidos. Ao mesmo tempo que a taxa DI (depósitos interbancários) continuou caindo, devido às perspectivas declinantes da inflação doméstica, as taxas *high yield* moveram-se fortemente para cima ao longo do mês de março, para cair parcialmente em abril e maio, mas também com forte volatilidade, contribuindo adicionalmente para a desvalorização do real frente ao dólar.

GRÁFICO 1  
Taxa de câmbio real/dólar e CDS



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB) e *Bloomberg*.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 2  
Taxa DI e taxa high yield (Estados Unidos)



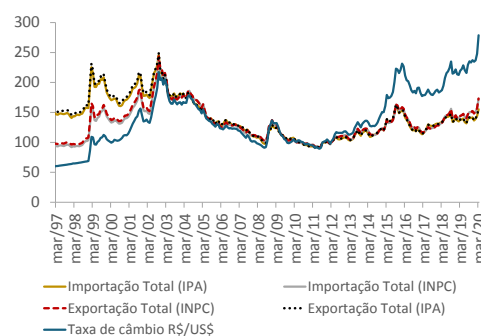
Fonte: Federal Reserve Bank of Saint Louis e Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

## 2 Taxas efetivas reais de câmbio (TERCs)

O gráfico 3 mostra os índices de TERCs com base nas importações e nas exportações, ambas deflacionadas domesticamente pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) e pelo Índice de Preços por Atacado (IPA), além da taxa de câmbio nominal real/dólar, com dados até meados de março. Nota-se que a grande desvalorização da taxa de câmbio real/dólar em fevereiro e março não foi acompanhada na mesma proporção pelas taxas efetivas de câmbio, ponderadas tanto pelas exportações quanto pelas importações.

Esse dado fica mais explícito nas tabelas 1 e 2, que mostram as variações dos principais grupos de taxas ponderadas por ambos os fluxos. Na tabela 1, observa-se que, entre março de 2019 e março deste ano, enquanto a taxa real/dólar sofreu desvalorização de 27%, a TERC ponderada pelas exportações e pelo INPC desvalorizou-se 20% e, quando se usa o IPA, apenas 13%. Essa informação é relevante para se projetar efeitos da desvalorização cambial sobre as exportações, dada a diferença entre as taxas. No caso das importações, como é possível ver na tabela 2, quando a ponderação é feita pelo INPC, a desvalorização é de 20% e, pelo IPA, de 13%. A diferença é ainda maior quando se observam as categorias. Enquanto quase todas ficam entre 17% e 20%, medida pelos combustíveis, a desvalorização é de 33%.

GRÁFICO 3  
Taxa de câmbio real/dólar e TERCs (1997-2019)  
(Índice 2010 = 100)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI), Secretaria de Comércio Exterior (Secex), BCB e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA 1  
Variação da TERC ponderada pelas exportações  
(Em %)

Varição no período	Março 2018/Março 2019	Março 2019/Março 2020
Taxa Real Dólar	17,30	26,97
Exportação Total (IPA)	3,64	13,16
Exportação Total (INPC)	9,16	20,07
Taxa Efetiva Real das Exportações segundo Fator Agregado		
<i>Exportação Básicos (IPA Ponderado)</i>	-1,80	10,70
<i>Exportação Semimanufaturados (IPA)</i>	6,32	17,34
<i>Exportação Manufaturados (IPA)</i>	6,07	15,64
<i>Exportação Manufaturados (INPC)</i>	9,57	18,43

Fonte: FMI, SECEX, BCB e IBGE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA 2  
Variação da TERC ponderada pelas importações  
(Em %)

Varição no período	Março 2018/Março 2019	Março 2019/Março 2020
Taxa Efetiva Real das Importações Totais (IPA)	3,43	12,68
Taxa Efetiva Real das Importações Totais (INPC)	8,87	19,98
Taxa Efetiva Real das Importações segundo Grandes Categorias Econômicas		
<i>Importação Bens de Capital (IPA)</i>	4,47	18,89
<i>Importação Bens de Consumo Duráveis (IPA)</i>	10,67	19,44
<i>Importação Bens de Consumo Não Duráveis (IPA)</i>	8,53	19,15
<i>Importação Bens Intermediários (IPA)</i>	3,95	17,08
<i>Importação Combustíveis e Lubrificantes (IPA)</i>	-3,85	32,61

Fonte: FMI, SECEX, BCB e IBGE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

### 3 Exportações e importações

A crise que afeta a economia global já começa a mostrar seus efeitos sobre os dados de exportação em abril. As exportações atingiram US\$ 18,3 bilhões nesse mês e US\$ 67,8 bilhões no acumulado do ano. Com base nas médias diárias, o valor de abril foi praticamente igual ao do mesmo mês do ano passado, com uma queda de apenas 0,3%. Todavia, esse número deve ser olhado com mais detalhe para se compreender melhor o resultado, como será feito em seguida. As importações, por seu turno, já começam a apresentar queda. O valor de US\$ 11,6 bilhões ficou abaixo dos US\$ 13,6 bilhões registrados em abril do ano passado e, com base nas médias diárias, significou queda de 10,5%. O *superavit* comercial em abril, portanto, foi de US\$ 6,7 bilhões no mês e de US\$ 12,3 bilhões no acumulado do ano.

Com base nas médias diárias dessazonalizadas, percebe-se que as exportações caíram 1,7% em abril, pelo segundo mês consecutivo. No entanto, esse valor varia muito quando se observam os fatores agregados. Enquanto os básicos tiveram alta de 6,6% na mesma base de comparação, os semimanufaturados sofreram queda de 7,9% e os manufaturados, de 23,3%, conforme o gráfico 5.

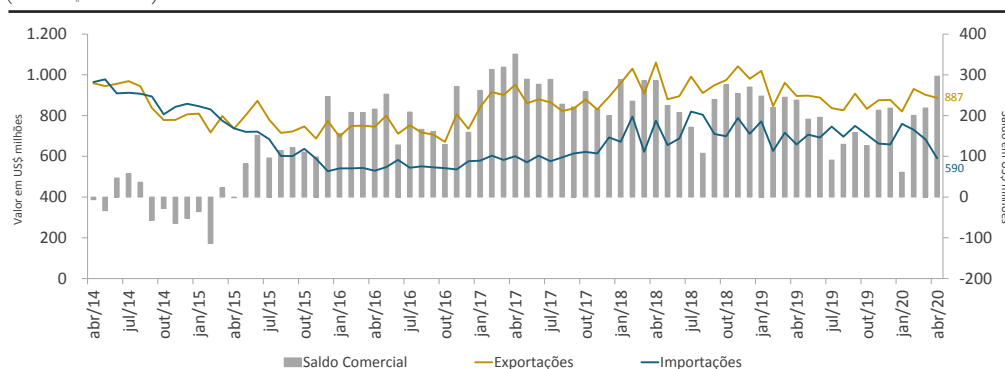
O aumento das exportações de básicos deveu-se principalmente a uma grande elevação das exportações de soja, com crescimento de 73,5% com relação ao mesmo mês do ano passado, e de café e algodão em bruto, com aumentos de

13,2% e 18,7% na mesma base, entre os produtos agropecuários. Entre os demais produtos, destacam-se as elevações das vendas externas de minério de ferro, com 49%; minério de cobre, com 26,5%; farelo de soja, 16,3%; carne bovina, 25,2%; e açúcar, com 40,6%. Entretanto, maioria dos outros produtos de maior importância na pauta de exportações registra quedas de dois dígitos. Portanto, é possível esperar que daqui em diante as exportações sofram quedas bem mais expressivas.

Por países e blocos, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, foi observado aumento de 28,7% para a Ásia, sendo de 27,9% para China, Hong Kong e Macau; de 51,9% para os países da Associação de Nações do Sudeste Asiático (ASEAN); e de 182% para a Coreia do Sul. Para a América Central e Caribe, aumentaram 4,2%, para a Europa ficaram estabilizadas e caíram para todas as demais regiões.

Pelo lado das importações, houve uma queda de 13,7% com relação ao mês anterior, sempre com base nas médias diárias dessazonalizadas. A redução ocorreu em todas as categorias, como se observa nos gráficos 6 e 7, mas foi mais intensa em bens de consumo duráveis (34,2%) e bens de capital (31,4%), como era de se esperar. A categoria mais importante, de bens intermediários, sofreu queda de 9,7%. No caso de bens de consumo duráveis, os valores de abril são semelhantes aos observados no início de 2006.

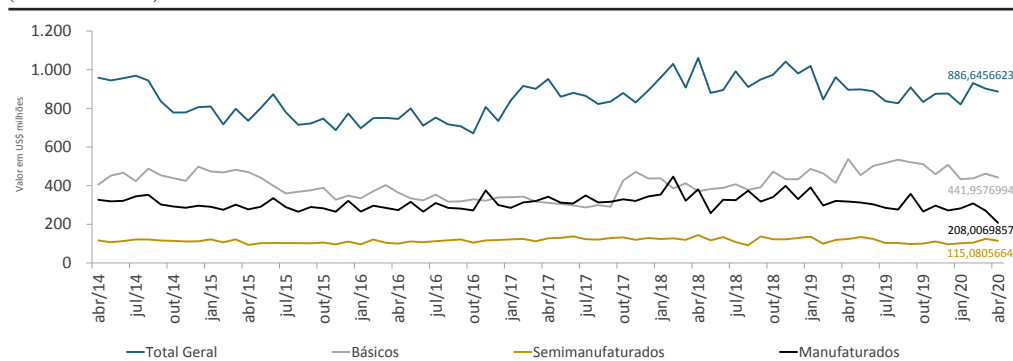
GRÁFICO 4  
Exportações, importações e saldo comercial – médias diárias dessazonalizadas  
(Em US\$ milhões)



Fonte: Secex.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

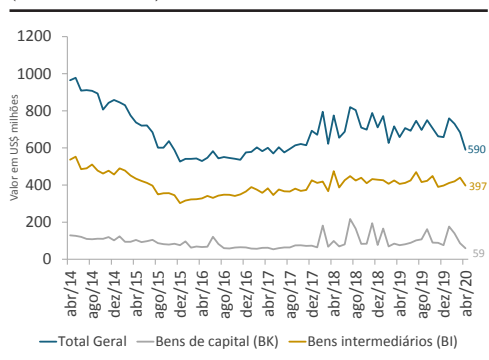
Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, as importações de trigo aumentaram 13,8% e as de óleo bruto de petróleo elevaram-se 52,3% devido ao aumento de 69% das quantidades. Apesar disso, as importações de combustíveis caíram 4,9%. Por países e blocos, as quedas foram superiores a dois dígitos para a maioria, sendo de 10,5% no total.

**GRÁFICO 5**  
**Exportações por classes de produtos – médias diárias dessazonalizadas**  
 (Em US\$ milhões)



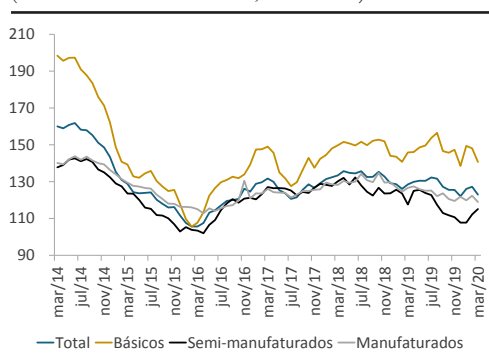
Fonte: Secex.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 6**  
**Importações por grandes categorias econômicas – médias diárias dessazonalizadas**  
 (Em US\$ milhões)



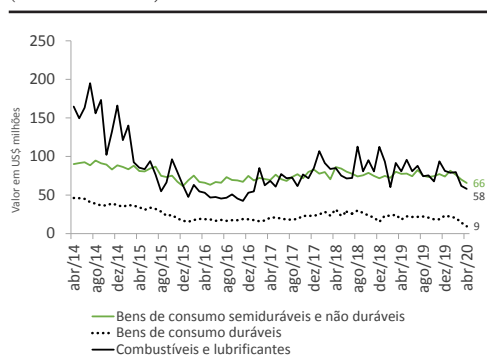
Fonte: Secex.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 8**  
**Índices de preços de exportação, por categoria de produtos**  
 (Em índices dessazonalizados, 2006 = 100)



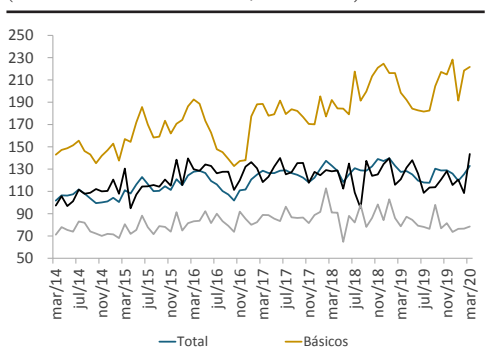
Fonte: Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex).  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Obs.: Em índices dessazonalizados.

**GRÁFICO 7**  
**Importações por grandes categorias econômicas – médias diárias dessazonalizadas**  
 (Em US\$ milhões)



Fonte: Secex.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 9**  
**Índices de quantidades de exportação, por categoria de produtos**  
 (Em índices dessazonalizados, 2006 = 100)



Fonte: Funcex.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Obs.: Em índices dessazonalizados.

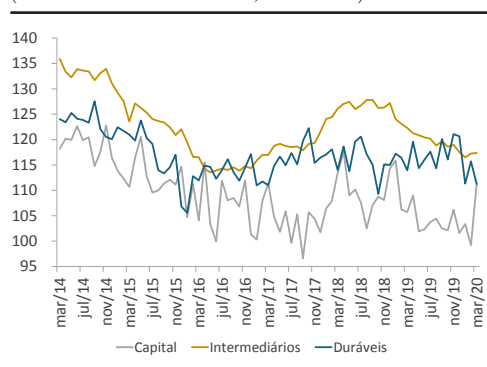
Como ilustra o gráfico 8, os preços de exportação começam a cair em março. Com relação ao mês anterior, com correção sazonal, os preços totais caíram 3,3%, puxados pela queda de 5% dos básicos e de 2,8% dos manufaturados. No caso dos básicos, certamente já está pesando a queda dos preços do petróleo, que deverá se



acentuar nos próximos meses. Entretanto, as quantidades exportadas, sempre com correção sazonal, elevaram-se em março, mostrando que os efeitos da pandemia sobre o comércio exterior somente deverão começar a partir de abril e se seguirão nos meses seguintes, pois o comércio exterior apresenta defasagens relativamente acentuadas. As exportações em um determinado mês refletem decisões de compra e venda tomadas há algum tempo e normalmente envolvem contratos de longo prazo. Isso é muito nítido em produtos básicos, sobretudo. Assim, as quantidades totais tiveram elevação de 6% com relação ao mês anterior, os semimanufaturados de 32,3%, os básicos de 1,5% e os manufaturados, de 2,5%. Entretanto, deve-se esperar uma forte redução nos meses seguintes.

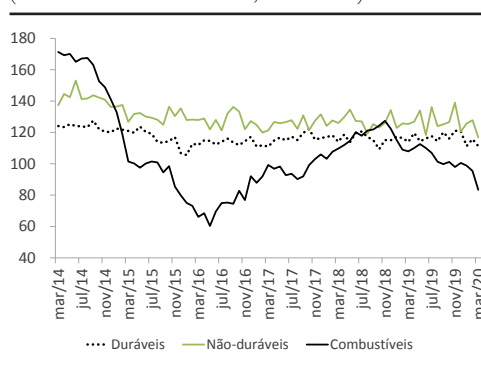
Os gráficos 10 e 11 apresentam os dados de preços de importações com correção sazonal. Os preços totais e de intermediários já vinham caindo desde o final de 2018 e mantiveram a tendência; os preços dos bens de capital tiveram forte alta em março, mas eles costumam ser muito influenciados pelas importações de plataformas e equipamentos de exploração de petróleo. Os preços de bens de consumo duráveis e não duráveis também prosseguiram em uma trajetória de queda iniciada no final do ano passado, ao passo que os preços dos combustíveis aprofundaram o movimento de queda, que irá se acentuar nos próximos meses.

GRÁFICO 10  
Índices de preços de importação, por categoria de produtos  
(Em índices dessazonalizados, 2006 = 100)



Fonte: Funcex.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Em índices dessazonalizados.

GRÁFICO 11  
Índices de preços de importação, por categoria de produtos  
(Em índices dessazonalizados, 2006 = 100)



Fonte: Funcex.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Em índices dessazonalizados.

## 4 Balanço de pagamentos

O *deficit* em conta corrente, nos três primeiros meses do ano, ficou em US\$ 15,2 bilhões, praticamente igual ao valor observado no mesmo período do ano passado, como se vê na tabela 3. Em termos de participação no PIB, houve um aumento de 3,38% para 4,03%. Entretanto, a sua composição ficou bem distinta. O *superavit* comercial caiu de US\$ 7,6 bilhões para US\$ 3,6 bilhões, e o *deficit* da conta de rendas primárias passou de US\$ 15,2 bilhões para US\$ 12,3 bilhões.

A composição da conta financeira – apesar de seu total de US\$ 15,1 bilhões, praticamente igual ao do ano anterior – também sofreu fortes alterações. O saldo líquido da conta de investimentos diretos aumentou de US\$ 12,8 bilhões para

US\$ 20,3 bilhões, principalmente em razão de a conta de investimentos diretos no exterior ter saído de US\$ 5,5 bilhões para -US\$ 1,0 bilhão, o que significa que houve um retorno de investimentos para o país. Essa alteração decorreu basicamente de um ingresso de investimentos de US\$ 4,2 bilhões em março. A captação líquida da conta de investimentos em carteira sofreu uma enorme queda no período, com o total passando de um saldo positivo de US\$ 6,3 bilhões nos três primeiros meses de 2019 para um saldo negativo de US\$ 24,3 bilhões no mesmo período deste ano: uma diferença de US\$ 30,6 bilhões. Essa variação ocorreu, basicamente, em março deste ano, decorrente de um aumento das saídas de investimentos em carteira – operações passivas (que correspondem a operações no país) de US\$ 47,5 bilhões, contra uma média de US\$ 23,1 bilhões nos doze meses anteriores, em operações em ações e, principalmente, em títulos da dívida. Dessa forma, para o fechamento da conta financeira, foi necessária uma redução de ativos de reservas de US\$ 20,2 bilhões, enquanto, no mesmo período do ano passado, houve um aumento desses ativos de US\$ 6,6 bilhões.

TABELA 3

**Balanco de pagamentos: principais contas (janeiro-março de 2019 e janeiro-março de 2020)**

(Em US\$ milhões)

	Jan-março	Jan-março	2019
<b>I. Transações correntes</b>	<b>-15043</b>	<b>-15242</b>	<b>-199</b>
Balança comercial (bens)	7 557	3 636	- 3 921
Exportações <sup>1/</sup>	51 236	49 675	- 1 561
Importações <sup>2/</sup>	43 679	46 039	2 359
Serviços	- 7 544	- 6 852	692
Renda primária	- 15 246	- 12 306	2 940
Renda secundária	190	279	89
<b>2. Conta Capital e Financeira</b>	<b>15405</b>	<b>15267</b>	<b>-138</b>
<b>II. Conta capital</b>	<b>98</b>	<b>124</b>	<b>26</b>
<b>III. Conta financeira<sup>3/</sup></b>	<b>15307</b>	<b>15143</b>	<b>-164</b>
Investimentos diretos	12 798	20 253	<b>7455</b>
Investimento direto no exterior	5 489	- 1 017	<b>-6507</b>
Investimento direto no país	18 287	19 235	<b>948</b>
Investimentos em carteira	6 296	- 24 281	<b>-30577</b>
Investimento em carteira – ativos	4 247	2 450	<b>-1797</b>
Investimento em carteira – passivos	10 543	- 21 830	<b>-32374</b>
Derivativos – ativos e passivos	- 698	- 3 787	<b>-3089</b>
Outros investimentos	3 479	2 764	
Outros investimentos – ativos <sup>4/</sup>	260	7 602	<b>7342</b>
Outros investimentos – passivos <sup>4/</sup>	3 739	10 366	<b>6627</b>
Ativos de reserva	- 6 568	20 194	<b>26762</b>
<b>Erros e omissões</b>	<b>-362</b>	<b>-25</b>	<b>338</b>
Memo:			
Transações correntes / PIB (%)	<b>-3,38</b>	<b>-4,03</b>	
Investimento direto no país / PIB (%)	<b>4,11</b>	<b>5,09</b>	

Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Notas:

<sup>1</sup> Exclui mercadorias deixando o território nacional sem mudança de proprietário. Inclui mercadorias entregues no território nacional (exportação ficta), encomendas postais, e outros ajustes.

<sup>2</sup> Exclui mercadorias ingressando no território nacional sem mudança de proprietário. Inclui mercadorias entregues fora do território nacional (importação ficta), importação de energia elétrica sem cobertura cambial, encomendas postais e outros ajustes.

<sup>3</sup> Conta financeira = -fluxos de investimentos ativos + fluxos de investimentos passivos.

<sup>4</sup> Sinal negativo indica aumento de reservas; sinal positivo indica redução de reservas.

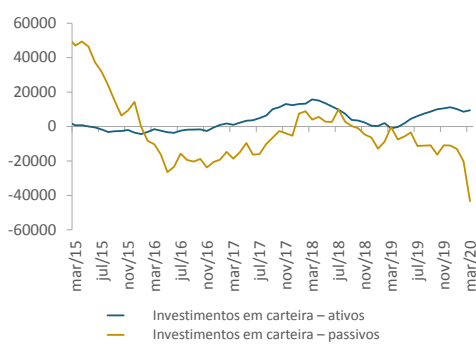
O gráfico 12 mostra os investimentos diretos no país e no exterior no acumulado em doze meses, lembrando que o saldo líquido resulta da diferença de ambos os fluxos. Assim, é possível observar que, enquanto os investimentos diretos no



país têm permanecido relativamente estáveis desde o início do ano passado, os investimentos diretos no exterior caíram fortemente em março (indicando um ingresso de recursos), pela razão apontada no parágrafo anterior.

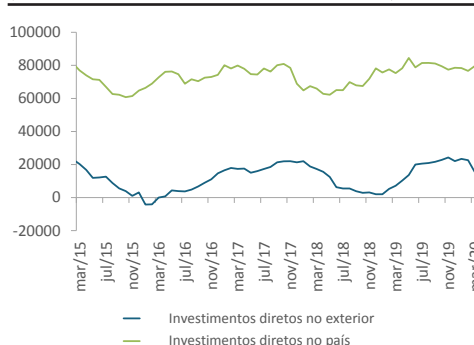
O gráfico 13 indica a evolução dos investimentos em carteira em doze meses. De forma análoga, enquanto as operações ativas permaneceram relativamente constantes nos últimos quatro meses, as operações passivas tiveram uma forte queda no último mês.

GRÁFICO 13  
Investimentos em carteira  
(Em US\$ milhões – acumulados em doze meses)



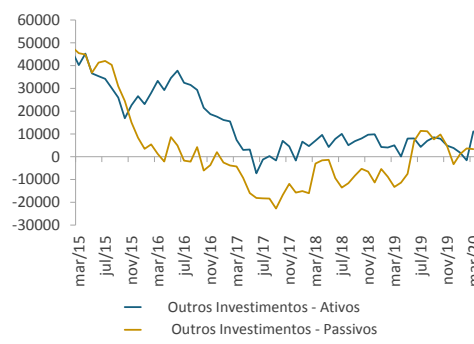
Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 12  
Investimentos diretos  
(Em US\$ milhões, acumulados em doze meses)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 14  
Outros investimentos  
(Em US\$ milhões, acumulados em doze meses)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Finalmente, o gráfico 14 ilustra a evolução dos outros investimentos nos doze últimos meses. Fica evidente que, nessa base de comparação, as operações ativas de outros investimentos aumentaram fortemente no último mês, após uma queda de magnitude semelhante nos dois meses anteriores, decorrente de variações das operações de bancos comerciais com moedas e depósitos, impulsionadas pelas fortes variações da taxa de câmbio. Apenas no mês de março, a saída de operações de moedas e depósitos dos bancos comerciais totalizou US\$ 12,6 bilhões.

Em suma, apesar de os investimentos diretos no país em doze meses, como proporção do PIB (4,49%), continuarem superando em larga margem o *deficit* em conta corrente no mesmo período (2,8%), considerando apenas o primeiro trimestre, o financiamento do deficit em conta corrente dependeu de dois fatores que não devem ser recorrentes no tempo. Em primeiro lugar, um regresso de investimentos diretos no exterior extremamente elevado (principalmente em março); em segundo, uma queda de reservas de valor expressivo. Apesar de nossas reservas internacionais ainda estarem num nível bastante elevado, não se pode deixar de notar que, do final de junho do ano passado até o final de março, esse valor já foi reduzido em US\$ 45 bilhões.



## **Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac)**

José Ronaldo de Castro Souza Júnior – Diretor  
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos – Diretor Adjunto



### **Grupo de Conjuntura**

#### **Equipe Técnica:**

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos  
Leonardo Mello de Carvalho  
Marcelo Nonnenberg  
Maria Andréia Parente Lameiras  
Mônica Mora Y Araujo de Couto e Silva Pessoa  
Paulo Mansur Levy  
Sandro Sacchet de Carvalho

#### **Equipe de Assistentes:**

Ana Cecília Kreter  
Augusto Lopes dos Santos Borges  
Felipe dos Santos Martins  
Felipe Moraes Cornelio  
Felipe Simplicio Ferreira  
Leonardo Simão Lago Alvite  
Marcelo Lima de Moraes  
Pedro Mendes Garcia  
Tarsylla da silva de Godoy Oliveira

---

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério da Economia.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.