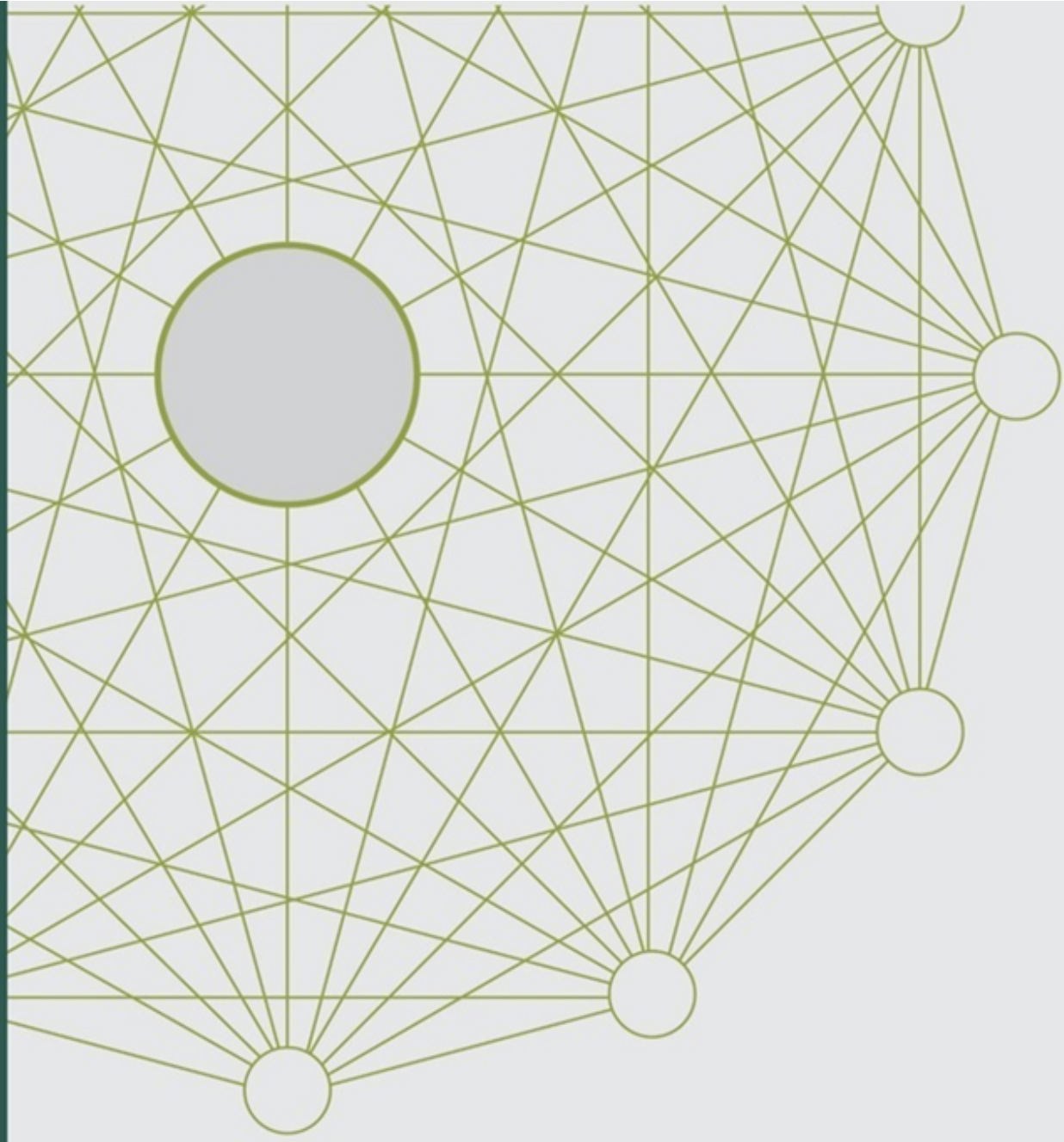


CARTA DE CONJUNTURA

4º Trimestre

2016

SETOR EXTERNO

33

ipea

Governo Federal
Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão
Ministro interino Dyogo Henrique de Oliveira

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Ernesto Lozardo

Diretor de Desenvolvimento Institucional, Substituto
Carlos Roberto Paiva da Silva

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia
João Alberto De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
Claudio Hamilton Matos dos Santos

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais
Alexandre Xavier Ywata de Carvalho

Diretoria de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação e Infraestrutura
Fernanda De Negri

Diretora de Estudos e Políticas Sociais
Lenita Maria Turchi

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais
Sérgio Augusto de Abreu e Lima Florêncio Sobrinho

Chefe de Gabinete
Márcio Simão

Assessora-chefe de Imprensa e Comunicação
Regina Alvarez

Ouvidoria: http://www.ipea.gov.br/ouvidoria
URL: http://www.ipea.gov.br

SETOR EXTERNO

Fernando José da Silva Paiva Ribeiro[1]

SUMÁRIO

Os dados mais recentes do *deficit* em transações correntes sugerem um estancamento do movimento de ajuste das contas externas, o que não surpreende, tendo em vista que, em pouco mais de um ano, o *deficit* teve redução de mais de US$ 70 bilhões, ou 4% do Produto Interno Bruto (PIB). Na verdade, nos últimos meses observou-se um pequeno aumento do *deficit* na margem, que tem variado entre US$ 20 bilhões e US$ 30 bilhões, em valores anualizados, após atingir um mínimo de cerca de US$ 10 bilhões em maio. O *deficit* caminha para fechar o ano em cerca de 1% do PIB, abaixo da média histórica de 1,8% do PIB. Novas reduções do *deficit*, ou mesmo o alcance de um resultado superavitário nas transações correntes, dependeriam de um desempenho das exportações mais dinâmico que o verificado até o momento.

Paralelamente, encontra-se certa recuperação das entradas de capital no país, principalmente em função do crescimento dos investimentos estrangeiros diretos (IED), garantindo um quadro confortável para o financiamento do *deficit* em transações correntes. No trimestre de agosto a outubro último, o IED alcançou uma média mensal de US$ 7 bilhões, cerca de US$ 2 bilhões acima da média que prevaleceu entre janeiro e julho. Considerando os resultados obtidos até alguns anos atrás, o saldo total da conta financeira, contudo, permanece bem inferior, especialmente em função da redução das aplicações de investidores externos em títulos de dívida do país. Esse movimento se refere tanto aos títulos negociados no mercado doméstico – que são contabilizados como investimento em carteira e que tiveram saldo líquido negativo de US$ 21,5 bilhões no ano – quanto aos negociados no mercado externo, cujas novas emissões tiveram queda de 34,9% comparadas a igual período do ano passado, somando US$ 40 bilhões, valor insuficiente para cobrir as amortizações realizadas.

O aumento recente do *deficit* deve-se, principalmente, à redução do *superavit* comercial, que, por sua vez, resulta da perda de fôlego das exportações. Estas iniciaram o ano crescendo bem, passando de cerca de US$ 15 bilhões/mês para quase US$ 16 bilhões na série livre de efeitos sazonais, mas retornaram para o patamar de US$ 15 bilhões nos meses seguintes. Entre fevereiro e maio o *quantum* total exportado cresceu de maneira acelerada, acumulando alta de 9,2% na série dessazonalizada. Entretanto, o cenário alterou-se nos meses seguintes. Entre junho e outubro a série dessazonalizada do *quantum* total de exportações acumulou queda de 21,5%, o que representou um retorno ao patamar que prevalecia no final de 2014. Os números de novembro representaram um alento, com as exportações voltando ao patamar de US$ 16 bilhões, mas é cedo para afirmar que esteja em curso uma nova recuperação do dinamismo exportador.

As importações, por sua vez, vêm se mantendo extremamente estáveis ao longo deste ano, em um valor mensal dessazonalizado de cerca de US$ 11,5 bilhões. De fato, já é visível um movimento de estabilização do *quantum* importado nos últimos meses, interrompendo a trajetória de rápida queda verificada ao longo de 2015. Entre as categorias de uso de bens importados, porém, apenas as importações de bens intermediários vêm mostrando crescimento na margem. Combustíveis e bens de capital permanecem em firme trajetória de queda, assim com os bens de consumo. Além disso, o movimento incipiente de recuperação das importações parece ter perdido fôlego recentemente, tal que a série dessazonalizada acumulou redução de 4,6% nos meses de agosto, setembro e outubro, recuando

[1]. Técnico de Planejamento e Pesquisa na Diretoria de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea. *E-mail*: <fernando.ribeiro@ipea.gov.br>.

neste último mês para o nível mais baixo entre todos os meses do ano. O fato é que não se deve esperar uma recuperação mais consistente das compras externas enquanto perdurar o quadro recessivo que domina a economia brasileira.

A taxa de câmbio voltou a se desvalorizar em novembro, para uma média diária de R$3,34/US$, após três meses de relativa estabilidade em um patamar próximo de R$3,20. O risco-país medido pelo Conselho de Desenvolvimento Sul-Americano (CDS) de cinco anos também subiu no mês, ficando 10,4% acima da média de outubro, e o dólar subiu 1,6% em relação a uma cesta das principais moedas internacionais. Essa reversão de tendência em relação ao que se verificara desde início do ano pode ser associada principalmente ao efeito da eleição de Donald Trump como presidente dos Estados Unidos, o que aumentou a incerteza dos investidores internacionais – em relação, por exemplo, à expectativa de maior inflação, juros mais elevados e aumento do protecionismo −, resultando, como de costume, em fuga de ativos de países emergentes.

1 BALANÇO DE PAGAMENTOS

Os dados mais recentes do *deficit* em transações correntes sugerem um estancamento do movimento de ajuste que se iniciou em 2015. Desde junho, as séries dessazonalizadas têm variado entre US$ 20 bilhões e US$ 30 bilhões, em valores anualizados, após atingir um mínimo de cerca de US$ 10 bilhões em maio (Gráfico 1). De qualquer forma, o tamanho do ajuste realizado desde o ano passado é excepcional, com redução de mais de US$ 70 bilhões, ou 4% do PIB (Gráfico 2). O aumento recente do *deficit* deve-se principalmente à redução do *superavit* comercial, que chegou a alcançar cerca de US$ 60 bilhões na série dessazonalizada e anualizada, e nos últimos meses vem se situando mais próximo de US$ 30 bilhões.

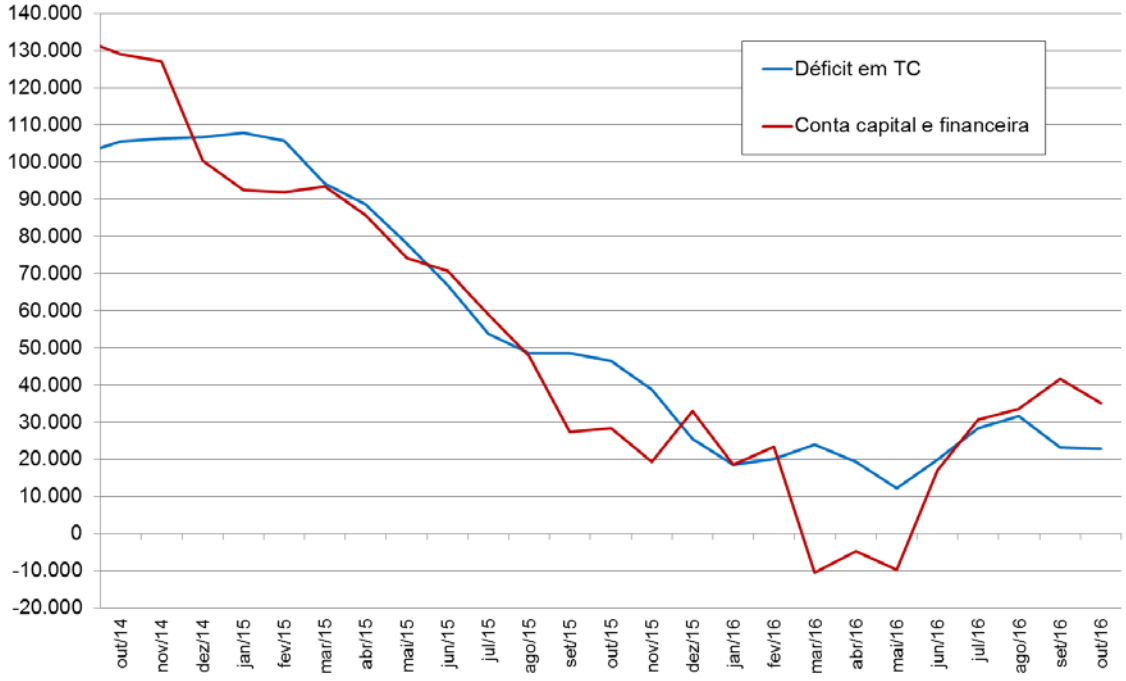
É possível afirmar que o país já completou o processo de ajuste de suas contas externas, com o *deficit* caminhando para fechar o ano em cerca de 1% do PIB, abaixo da média histórica de 1,8% do PIB. Como se verá mais adiante, novas reduções do *deficit*, ou mesmo o alcance de um resultado superavitário nas transações correntes, dependem de um desempenho das exportações mais dinâmico que o observado até o momento – naturalmente, sob a hipótese de que a economia comece a reverter a situação recessiva em 2017.

Em movimento análogo ao das transações correntes, o saldo da conta capital e financeira teve forte redução de 2015 para cá, chegando a atingir saldo negativo em determinado momento[2], mas voltou a crescer nos últimos meses, principalmente em função do crescimento dos investimentos estrangeiros diretos. No trimestre de agosto a outubro último, estes alcançaram uma média mensal de US$ 7 bilhões, cerca de US$ 2 bilhões acima da média que prevaleceu entre janeiro e julho.

[2] Na verdade, o saldo negativo concentrou-se no mês de março, em virtude de um volume atípico de empréstimos concedidos ao exterior.

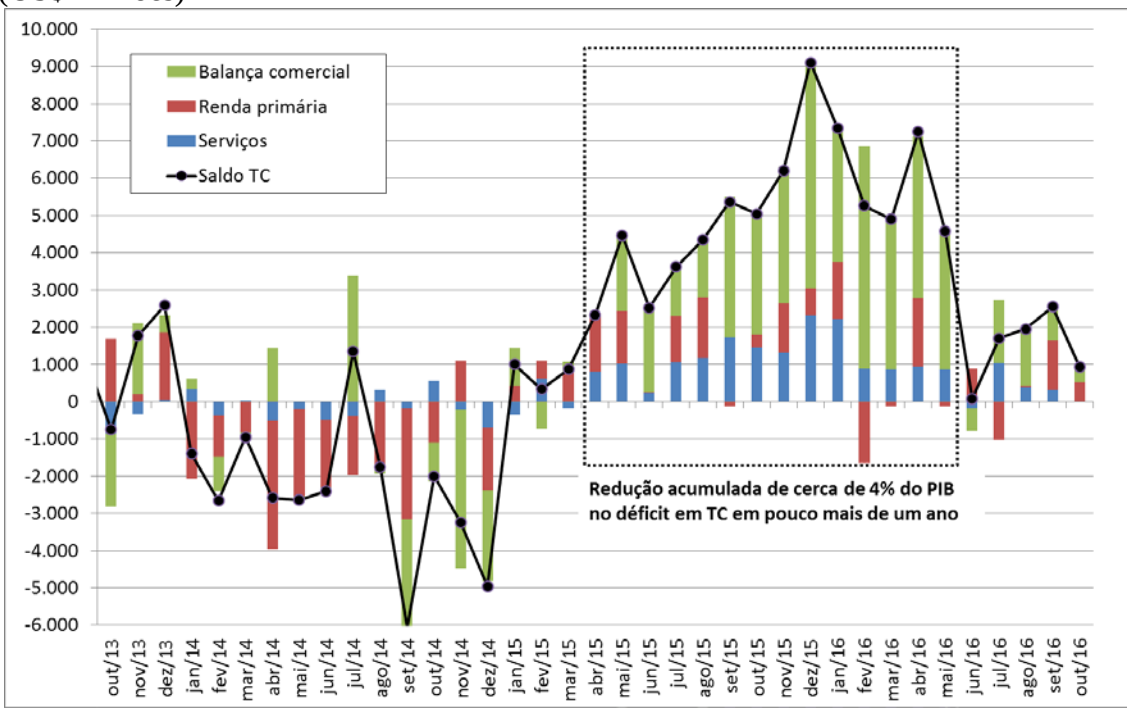
Esse movimento simultâneo da conta corrente e dos fluxos de capital vem permitindo ao país praticamente preservar seu volume de reservas internacionais. Em outubro, as reservas no conceito de liquidez internacional somavam US$ 367,5 bilhões, montante similar ao registrado no final de 2014 (US$ 363,5 bilhões), antes do início do processo de ajuste do balanço de pagamentos.

GRÁFICO 1
Balanço de pagamentos: transações correntes e conta capital e financeira (out.2014-out.2016)
(Séries dessazonalizadas – valores anualizados em médias móveis de 3 meses – US$ milhões)



Fonte: BCB
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

GRÁFICO 2
Variação do saldo em transações correntes em relação ao mesmo mês do ano anterior, segundo principais componentes (out.2014-out.2016)
(US$ milhões)



Fonte: BCB
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

A Tabela 1 permite visualizar a contribuição de cada uma das principais contas para a evolução do balanço de pagamentos em 2016, considerando os valores acumulados no ano até outubro em relação ao mesmo período de 2015. Evidencia-se a intensidade da redução do *deficit* em transações correntes, de nada menos que 68,3%, e que a maior parte da redução deveu-se à melhoria da balança comercial, cujo *superavit* passou de pouco mais de US$ 10 bilhões para mais de US$ 36 bilhões, O *deficit* dos serviços também teve redução substancial (-22,9%) e a conta de renda primária teve queda mais modesta (-9,4%).

Na conta financeira, a redução do saldo líquido[3] foi de US$ 36,3 bilhões em comparação a 2015, montante este praticamente igual ao referente ao *deficit* em transações correntes, que foi de US$ 36,5 bilhões. A queda das entradas líquidas de capital concentrou-se em duas rubricas: os investimentos em carteira, que saíram de um saldo líquido positivo de US$ 23,2 bilhões em janeiro-outubro de 2015 para saldo negativo de US$ 12,4 bilhões este ano; e o aumento do saldo negativo (amortizações menos novas captações) de empréstimos e títulos no mercado externo. Somente estas duas rubricas representaram uma perda da ordem de US$ 42,5 bilhões entre 2015 e 2016. Tal perda foi parcialmente compensada pela redução dos investimentos brasileiros no exterior

[3] Excluindo a acumulação de ativos de reserva.

(diretos e outros). Mas o grande sustentáculo da conta financeira continua sendo os investimentos externos diretos, que somaram US$ 54,9 bilhões em janeiro-outubro deste ano, valor praticamente igual ao do mesmo período de 2015.

TABELA 1
Balanço de pagamentos (janeiro-outubro)
(Em US$ milhões)

Contas	Janeiro-outubro		Var. %	Var. absoluta
	2015	2016	2016/2015	2016/2015
Transações Correntes	**-53.491**	**-16.957**	**-68,3**	**36.533,4**
Balança comercial	10.662	36.313	240,6	25.651,1
Serviços	-32.063	-24.722	-22,9	7.340,6
Renda primária	-34.158	-30.946	-9,4	3.212,2
Renda secundária	2.069	2.398	15,9	329,5
Conta Financeira (ex-reservas)	**54.845**	**18.514**	**-66,2**	**-36.331,0**
Investimento direto no país	54.924	54.905	-0,0	-18,7
Investimentos em carteira no país - ações e títulos no mercado doméstico	23.239	-12.402	-	-35.641,0
Empréstimos e Títulos no mercado externo (líquido de amortizações)	-1.707	-8.612	404,5	-6.905,0
Investimento direto no exterior	-11.808	-7.660	-35,1	4.148,0
Outros investimentos no exterior	-28.271	-26.392	-6,6	1.879,0
Demais	18.468	18.675	1,1	206,6
Ativos de reserva	**3.547**	**7.837**	**121,0**	**4.290,4**
Conta de capital	**290**	**215**	**-25,6**	**-74,2**
Erros e omissões	**1.903**	**6.065**	**218,7**	**4.162,3**

Fonte: Banco Central do Brasil (BCB)
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

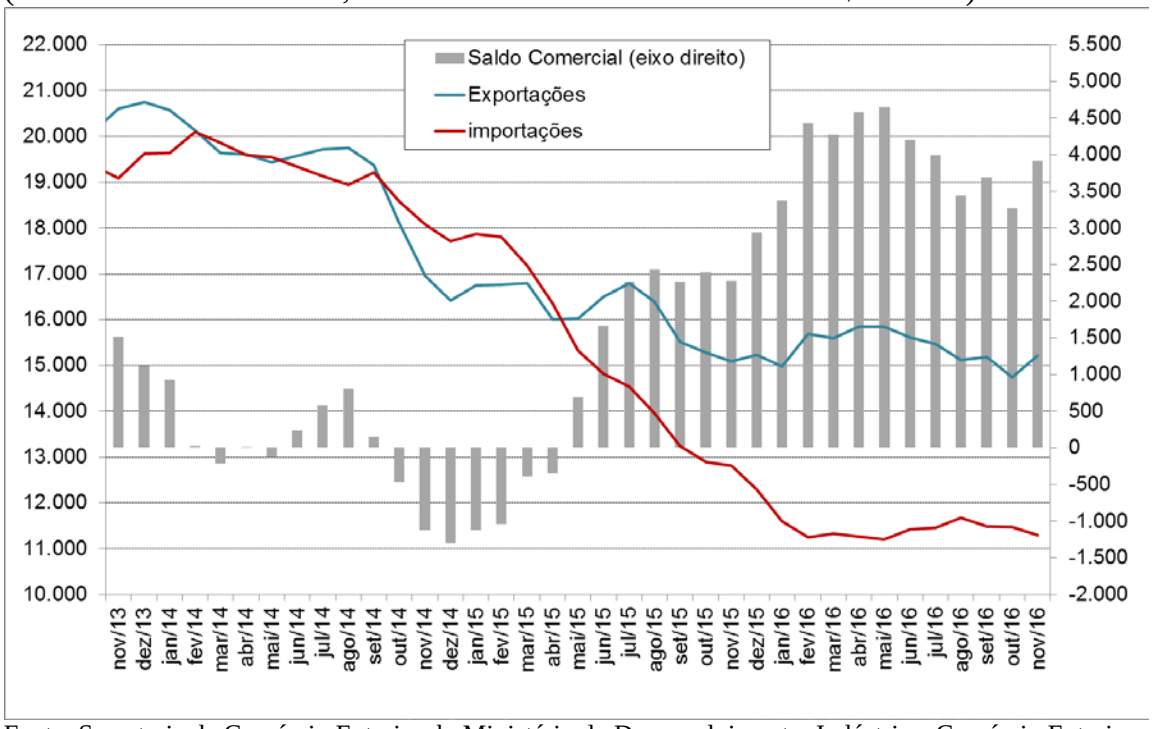
2 BALANÇA COMERCIAL

A balança comercial brasileira registrou *superavit* de US$ 4,8 bilhões em novembro, contrariando a tendência de redução do saldo observada nos meses anteriores, após o recorde histórico de US$ 6,4 bilhões obtido em maio. O Gráfico 3 ilustra que a série sazonalmente ajustada do saldo (média móvel de três meses) subiuvertiginosamente entre meados de 2015 e meados de 2016, alcançando valores da ordem de US$ 4,5 bilhões, mas reduziu-se nos meses seguintes para um patamar mais próximo de US$ 3 bilhões, antes do excelente resultado de novembro.

A queda do saldo vinha sendo determinada por uma perda de fôlego das exportações, associada à estabilidade das importações. As primeiras iniciaram o ano crescendo bem, mas voltaram a se retrair a partir de junho. Entre o final do ano passado e maio deste ano o valor das exportações livre de efeitos sazonais havia passado de cerca de US$ 15 bilhões/mês para quase US$ 16 bilhões, mas retornou para o patamar de US$ 15 bilhões nos meses seguintes. As importações, por sua vez, vêm se mantendo estáveis ao

longo deste ano, em um valor mensal dessazonalizado de cerca de US$ 11,5 bilhões. No acumulado do ano, porém, os números mostram uma redução ainda muito acentuada das importações em relação ao ano passado (-21,7%) e uma pequena queda das exportações (-2,9%).

GRÁFICO 3
Exportações, importações e saldo comercial (nov/2013-nov/2016)
(Valores dessazonalizados, em médias móveis de três meses– US$ milhões)



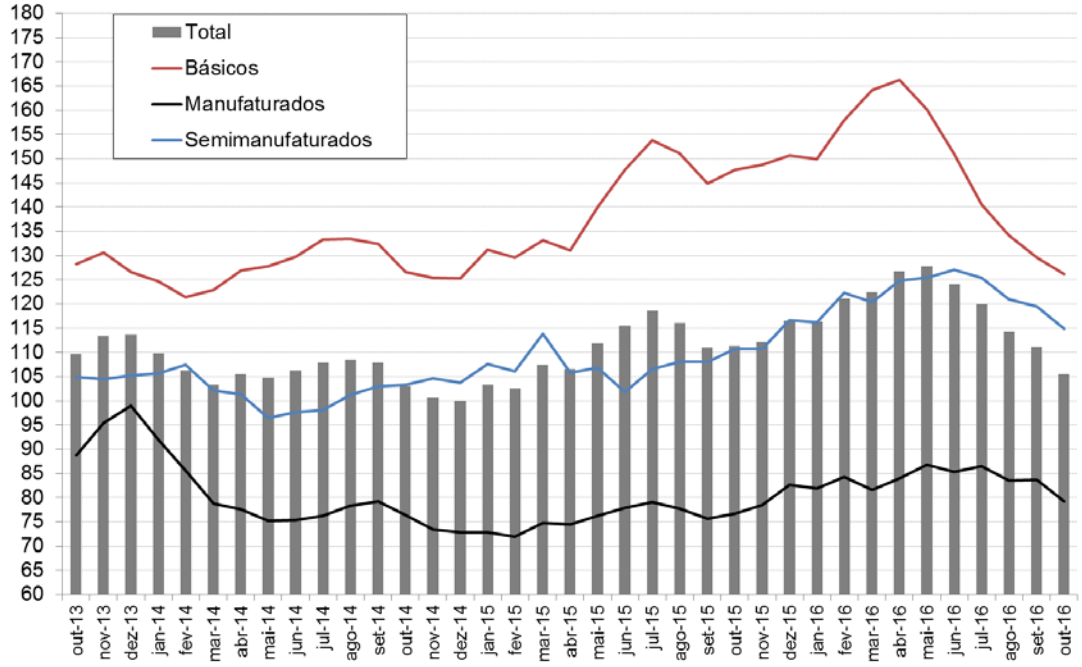
Fonte: Secretaria de Comércio Exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (Secex/MDIC)
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

Com efeito, os dois diferentes momentos em termos de desempenho das exportações em 2016 podem ser entendidos em função da evolução das quantidades exportadas. Entre fevereiro e maio, o *quantum* total cresceu de maneira acelerada, acumulando alta de 9,2% na série dessazonalizada. A comparação da média mensal dos cinco primeiros meses do ano mostrava um incremento de 17,1% em relação aos cinco primeiros meses de 2015, o que representava o melhor ritmo de crescimento em mais de uma década. Ainda mais positivo era o fato de que este crescimento estava ocorrendo em todas as classes de produtos. No acumulado do ano, os básicos cresciam 18,6%, os semimanufaturados se expandiam à mesma taxa e os manufaturados tinham incremento de 15,5%.

Entretanto, o cenário alterou-se dramaticamente nos meses seguintes. Entre junho e outubro, a série dessazonalizada do *quantum* total de exportações acumulou queda de 21,5%, o que representou um retorno ao patamar que prevalecia no final de 2014. A média mensal do *quantum* entre junho e outubro deste ano ficou 4,4% abaixo da média

dos mesmos meses de 2015. E a piora de desempenho também foi generalizada entre as classes de produtos. Na série dessazonalizada, a queda acumulada dos produtos básicos entre junho e outubro foi de 17,4%, dos semimanufaturados de 16,7%, e dos manufaturados, de 18,5%. O Gráfico 4 ilustra com clareza a inversão de trajetória das séries de *quantum* nos meses mais recentes.

GRÁFICO 4
Índices de *quantum* de exportações, segundo classes de produtos (out.2014-out.2016)
(Séries dessazonalizadas, em médias móveis de três meses – set./2008 = 100)



Fonte: Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex)
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

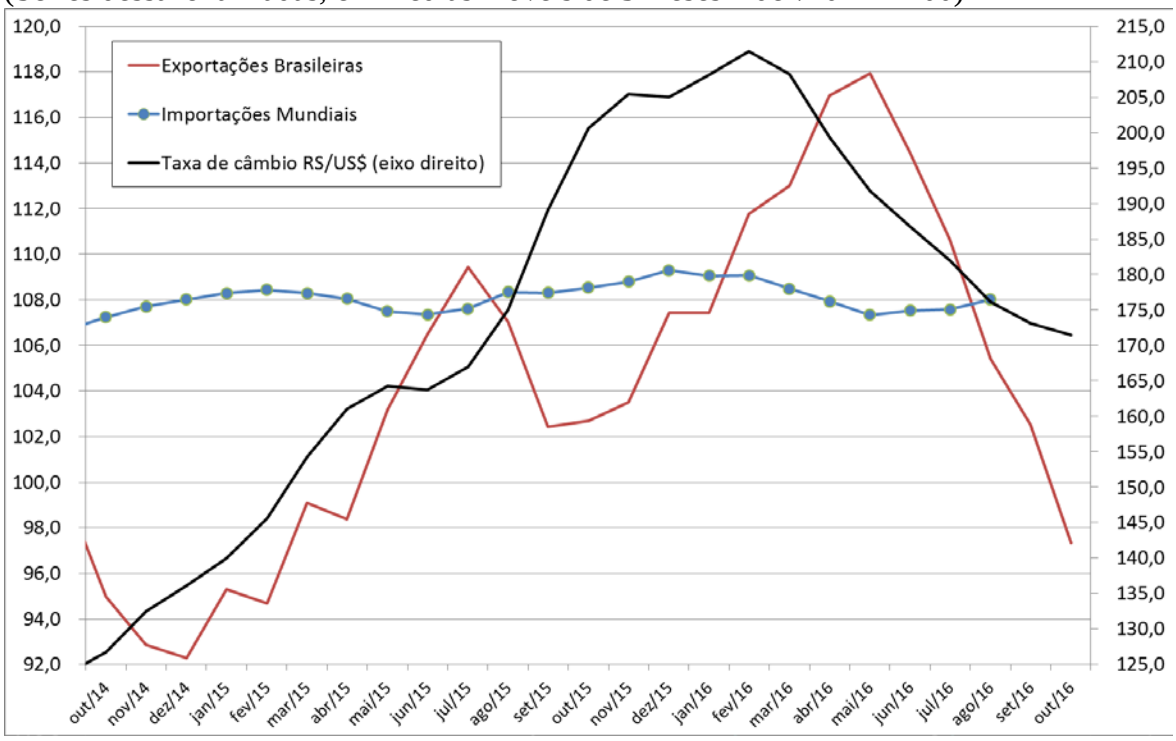
O Gráfico 5 sugere que essa reversão de comportamento das exportações pode estar associada à trajetória da taxa de câmbio e também à evolução do comércio mundial. Ainda que a evidência empírica sugira que o efeito da taxa de câmbio sobre o *quantum* de exportações seja pouco significativo, há uma nítida correlação entre a desvalorização cambial iniciada em 2015 com o crescimento do *quantum*, inclusive com defasagem muito pequena. Nesse sentido, a queda recente do *quantum* correlaciona-se com o movimento de apreciação do real que prevaleceu principalmente a partir do segundo trimestre do ano.

Ao mesmo tempo, considerando que a evidência empírica concede à demanda externa um papel preponderante para determinar a dinâmica das exportações brasileiras, é provável que estas últimas tenham perdido fôlego em função da virtual estagnação do *quantum* das importações mundiais nos últimos dois anos. Vale registrar que entre dezembro de 2014 e maio de 2016 o *quantum* das exportações brasileiras acumulou alta de 25% na série livre de influência sazonais. No mesmo período, as importações mundiais tiveram queda de 1,5%. Com efeito, a experiência histórica mostra que o país não tem sido capaz de

sustentar uma expansão das exportações mais rápida do que a do comércio mundial por períodos muito longos. GRÁFICO 5

Taxa de crescimento do *quantum* de exportações brasileiras e de importações mundiais
(out/2014-out/2016)

(Séries dessazonalizadas, em médias móveis de 3 meses – dez/2011 = 100)

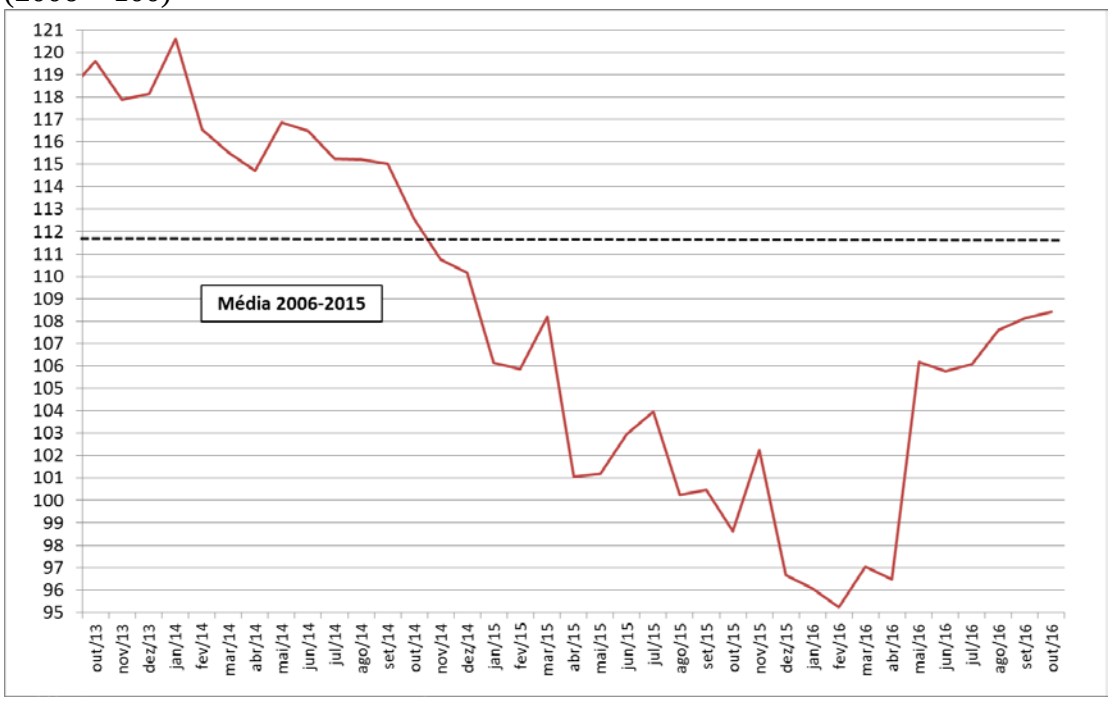


Fonte: Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) e CPB *Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis*
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

A queda do *quantum* exportado na margem tem sido parcialmente compensada por uma recuperação dos preços de exportação, ainda que não suficiente para impedir uma redução dos valores exportados. Após atingirem em março último o menor patamar em quase dez anos, o índice de preço das exportações totais cresceu continuamente até outubro, acumulando ganho de 14,21% no período. A maior alta ocorreu nos produtos básicos (22,4%), mas atingiu também os semimanufaturados (14,7%) e os manufaturados (4,1%). No acumulado do ano, a variação dos preços já é positiva em 3,9%, após três anos consecutivos de queda.

Como os preços de importação têm se mantido relativamente estáveis ao longo do ano, o país vem obtendo um ganho expressivo de seus termos de troca em 2016, conforme ilustra o Gráfico 6. Do final do ano passado até outubro último, esse ganho era de 12,2%, e o índice já se aproximou da média dos dez anos anteriores. Portanto, após quatro anos de desempenho negativo, os termos de troca voltaram a ser um fator positivo para o desempenho da balança comercial, assim como para a renda real doméstica.

GRÁFICO 6
Evolução dos termos de troca (out/2013-out/2016)
(2006 = 100)



Fonte: Funcex
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

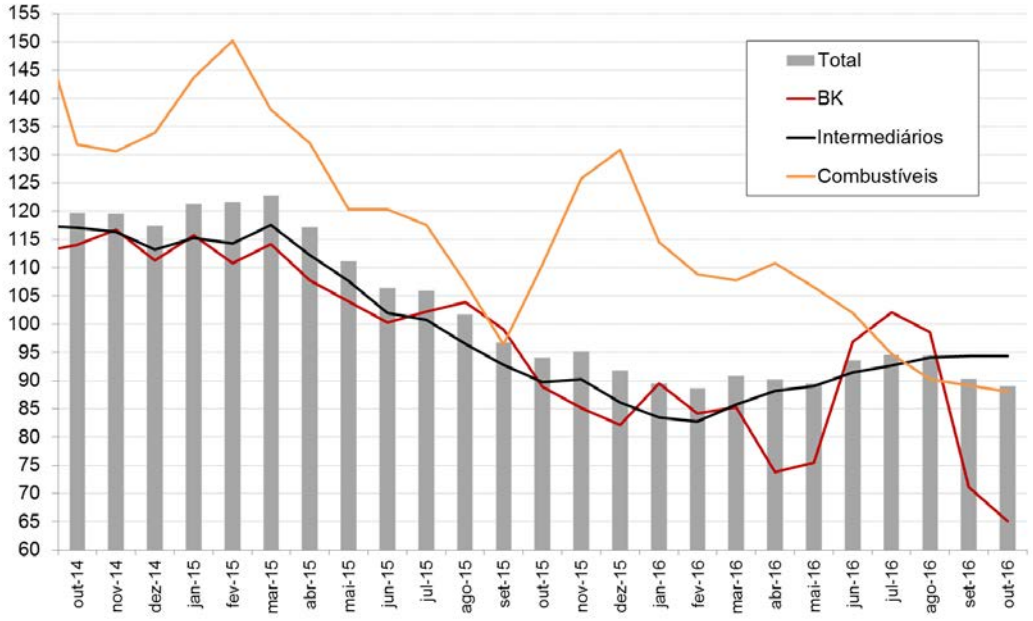
Voltando agora à análise para a questão das importações, já é visível um movimento de estabilização do *quantum* importado nos últimos meses, interrompendo a trajetória de rápida queda verificada ao longo de 2015. Isso, aliás, reflete-se no comportamento dos valores importados mensais, conforme mostrado no gráfico 3. Entretanto, a estabilização se deu em um patamar muito baixo na comparação com a média de 2015 e também com os níveis alcançados nos anos anteriores. No acumulado do ano até outubro, houve queda de 15,1% no *quantum* total, com contrações mais expressivas nos bens de consumo duráveis (-40,9%), combustíveis (-19,7%) e bens de capital (19,2%). A menor queda se observa nos bens intermediários (-11,2%). Em comparação ao pico histórico de importações, registrado na virada de 2013 para 2014, a queda acumulada do *quantum* total é próxima de 30%.

O Gráfico 7 ilustra o movimento recente da série dessazonalizada do *quantum* total e dos principais componentes da pauta: bens intermediários, bens de capital e combustíveis. Há dois fatos que devem ser ressaltados. O primeiro é que apenas as importações de bens intermediários vêm mostrando crescimento na margem. Combustíveis e bens de capital permanecem em firme trajetória de queda – a despeito do aumento extemporâneo desta última em meados do ano[4], evidenciado no gráfico, e que também ajudou a elevar temporariamente a média móvel das importações totais. O segundo fato é que o movimento incipiente de recuperação das importações parece ter perdido fôlego recentemente, tal que a série dessazonalizada acumulou redução de 4,6%

[4] As importações de bens de capital foram excepcionalmente elevadas no mês de junho, em função da concentração, naquele mês, de importações de equipamentos para o porto de Pecém, no Ceará.

nos meses de agosto, setembro e outubro, recuando neste último mês para o nível mais baixo entre todos os meses do ano.

GRÁFICO 7
Índices de *quantum* de importações, total e segundo categorias de uso selecionadas (set/2104-set/2016)
(Séries dessazonalizadas, em média móvel de 3 meses – 2006=100)



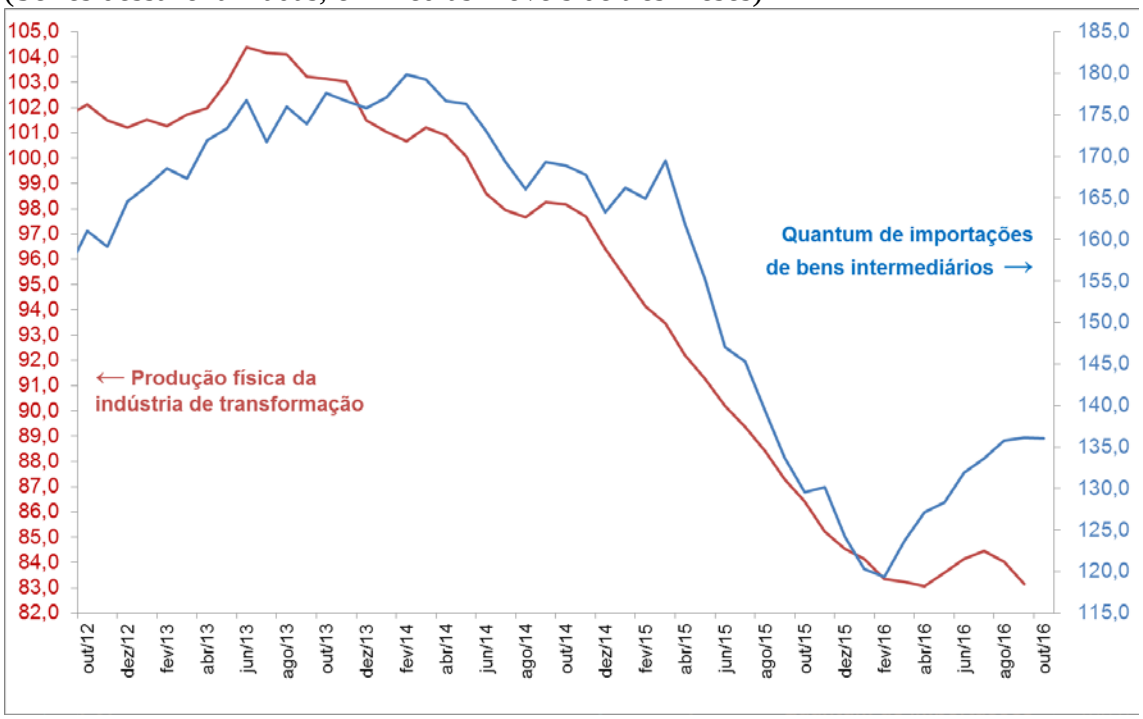
Fonte: Funcex
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

Com relação às importações de bens intermediários, destaca-se que seu crescimento na margem tem ocorrido mesmo na ausência de um crescimento da produção física da indústria de transformação doméstica, contrariando o padrão histórico caracterizado por elevada correlação e contemporaneidade no movimento dessas séries. A análise das séries de valor dos principais itens que compõem a pauta de importações de bens intermediários sugere que essa recuperação está associada basicamente a produtos químicos, adubos e fertilizantes e nafta e a outros produtos derivados do petróleo.

GRÁFICO 8

***Quantum* de importações de bens intermediários (2006 = 100) e produção física da indústria de transformação (2012 = 100)**
(out/2012-out/2016)

(Séries dessazonalizadas, em médias móveis de três meses)



Fonte: Funcex e IBGE
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

3 SERVIÇOS E RENDAS

O *deficit* da balança de serviços nos primeiros dez meses do ano teve recuo de 22,9% em comparação ao mesmo período de 2015, atingindo US$ 24,7 bilhões, o menor valor desde 2010. A retração foi mais forte nas contas de transporte (-39,9%) e de viagens internacionais (-34,3). As despesas com aluguel de equipamentos teve redução mais modesta, de 9,5%, e permanece como o principal item deficitário da balança de serviços, com saldo negativo de US$ 16,1 bilhões no ano.

O Gráfico 9 ilustra, porém, que já há um nítido movimento de reversão de tendência nas despesas líquidas com serviços. Considerando a média móvel do trimestre encerrado em cada mês, e comparando-a com o mesmo trimestre do ano anterior, observa-se que o momento mais crítico foram os primeiros meses de 2016, quando o *deficit* de serviços tinha quedas da ordem de 40% a 50%, sendo que, nas contas de viagens internacionais e de transportes, as taxas chegaram a ser de 60% a 70%. Desde então, houve forte desaceleração do ritmo de queda, e no trimestre encerrado em outubro último o *deficit* de serviços recuou apenas 8,5% em relação a igual trimestre do ano passado, sendo que as contas de viagens e de transportes já registraram variações positivas. Contrariando a tendência geral, a conta de aluguel de equipamentos vem

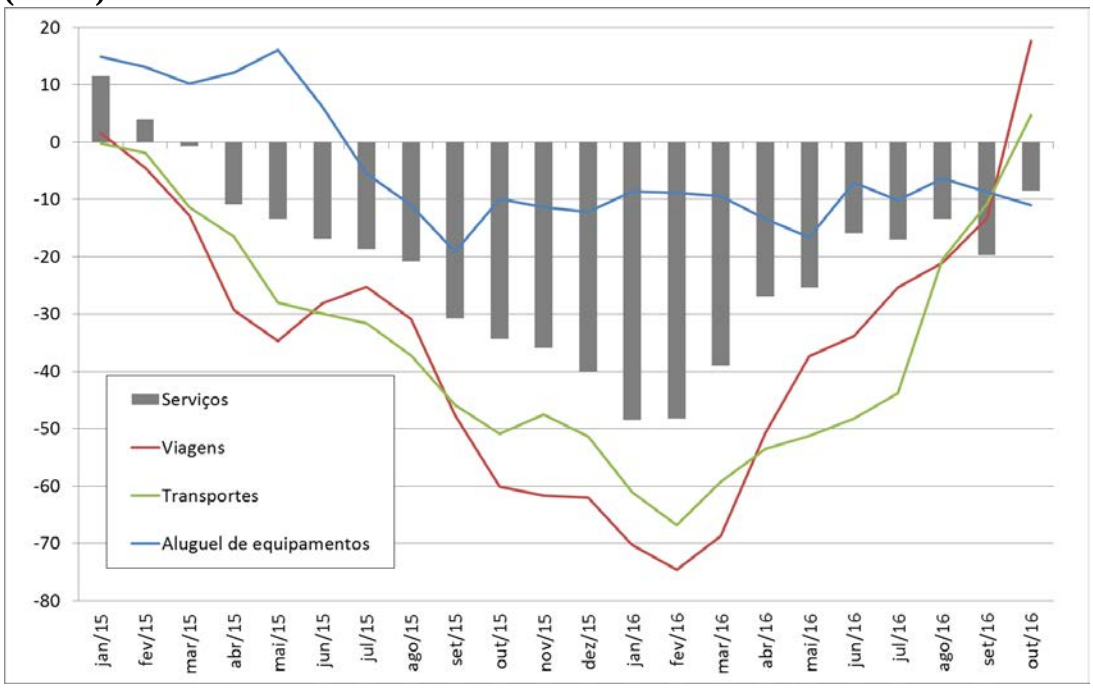
mantendo desde meados do ano passado um ritmo de queda razoavelmente estável, da ordem de 10%.

TABELA 2
Balança de serviços e de rendas (janeiro-outubro)
(Em US$ milhões)

Contas	Janeiro-outubro		Var. %
	2015	2016	2016/2015
Serviços	**(32,1)**	**(24,7)**	**(22,9)**
Aluguel de equipamentos	(17,8)	(16,1)	(9,5)
Viagens internacionais	(10,4)	(6,8)	(34,3)
Transportes	(5,1)	(3,0)	(39,9)
Propriedade Intelectual	(3,9)	(3,6)	(6,6)
Outros serviços de negócio	8,6	7,6	(12,3)
Demais serviços	(3,5)	(2,7)	(24,6)
Renda Primária	**(34,2)**	**(30,9)**	**(9,4)**
Lucros e dividendos	**(15,9)**	**(13,7)**	**(13,9)**
Lucros e dividendos de invest.	(12,5)	(11,5)	(7,6)
Lucros e dividendos de Inv.	(3,5)	(2,2)	(36,8)
Juros	**(18,5)**	**(17,5)**	**(5,7)**
Salários	**0,3**	**0,2**	**(19,9)**
Renda Secundária	**2.068,9**	**2.398,4**	**15,9**

Fonte: BCB
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

GRÁFICO 9
Balança de serviços e seus principais componentes
Variação da média móvel trimestral em relação a igual trimestre do ano anterior (em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Quanto à conta de renda primária, a queda de 9,4% de seu *deficit* no período janeiro-outubro deveu-se principalmente à redução de 13,9% das remessas líquidas de lucros e dividendos, principalmente aquelas associadas aos investimentos em carteira (-36,8%). As despesas líquidas com juros tiveram redução de 5,7%. Os números mais recentes sugerem uma discreta desaceleração do ritmo de queda das remessas, embora os números estejam apresentando grande volatilidade mês a mês.

4 FLUXOS DE CAPITAL

Os fluxos líquidos de capitais para o país[5] (Tabela 3) somaram US$ 18,5 bilhões nos dez primeiros meses do ano, com redução de 66,2% em relação ao ano passado. É o menor montante desde 2007, quando o país já começava a sentir os efeitos da crise internacional. A explicação recai integralmente na redução das aplicações de investidores externos em títulos de dívida do país, tanto os negociados no mercado doméstico – que são contabilizados como investimento em carteira e que tiveram saldo líquido negativo de US$ 21,5 bilhões – quanto os negociados no mercado externo, cujas novas emissões tiveram queda de 34,9% em relação a igual período do ano passado, somando US$ 40 bilhões, valor insuficiente para cobrir as amortizações de títulos emitidos no passado. Por conta disso, o saldo líquido de empréstimos e títulos negociados no mercado externo foi negativo em US$ 19,9 bilhões.

A menor atratividade das aplicações em títulos brasileiros ocorreu a despeito da elevada taxa de juros, e responde certamente a três fatores principais: a maior percepção de risco do país, refletida no aumento da cotação dos *credit default swaps* (CDS) do país; a desvalorização cambial ocorrida desde o ano passado e a instabilidade da taxa ao longo do ano, o que colabora para aumentar o risco cambial de aplicações em títulos denominados em reais; e, talvez o mais importante, a perda do grau de investimento do Brasil por parte das principais agências internacionais de classificação de risco, o que acaba por obrigar muitos investidores a reduzir seu grau de exposição ao país.

Pelo lado positivo, o país continua recebendo um fluxo bastante expressivo de investimentos diretos, ainda que bem abaixo dos níveis alcançados no período de 2010 a 2014, da ordem de US$ 80 a US$ 100 bilhões/ano. No acumulado janeiro-outubro deste ano, eles somaram US$ 54,9 bilhões no ano (praticamente o mesmo montante do mesmo período de 2015), e em doze meses estão em US$ 75 bilhões. Importante frisar também que, e a maior parte deste (cerca de 70%), continua sendo na modalidade de participação no capital, e não em empréstimos intercompanhias.

Os fluxos líquidos de capitais também têm sido ajudados pela entrada de empréstimos e títulos de curto prazo (US$ 11,3 bilhões no acumulado do ano) e pela

[5] Equivale ao saldo da conta financeira com sinal invertido, excluídos os ativos de reservas.

menor saída de recursos na forma de investimentos brasileiros diretos (que tiveram redução de 35,1% no ano) e de outros investimentos no exterior (-6,6%).

TABELA 3
Conta financeira do balanço de pagamentos (janeiro-outubro)
(Em US$ milhões)

Contas	Janeiro-outubro		Var. %
	2015	2016	2016/2015
Fluxo líquido de capitais (ex- reservas)*	**54,8**	**18,5**	**-66,2**
Investimento direto no país	**54,9**	**54,9**	**-0,0**
Participação no capital	39,3	38,5	-2,0
Operações intercompanhia	15,7	16,4	4,9
Investimentos em carteira no país	**23,2**	**-12,4**	**-**
Ações	10,5	9,1	-13,2
Títulos negociados no mercado doméstico	12,7	-21,5	-
Empréstimos e Títulos de MLP negoc. mercado externo	**-0,6**	**-19,9**	3.194,0
Ingressos	62,1	40,4	-34,9
Amortizações	62,7	60,3	-3,8
Empréstimos e Títulos de CP negoc. mercado externo	**-1,1**	**11,3**	**-1.123,0**
Investimento direto no exterior	**-11,8**	**-7,7**	**-35,1**
Outros investimentos no exterior	**-28,3**	**-26,4**	**-6,6**
Créditos comerciais, derivativos e outros	**18,5**	**18,7**	**1,1**

* Na nomenclatura do balanço de pagamentos, equivale à ao saldo da conta financeira com sinal invertido, excluídos os ativos de reservas.

Fonte: BCB
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

5 CÂMBIO

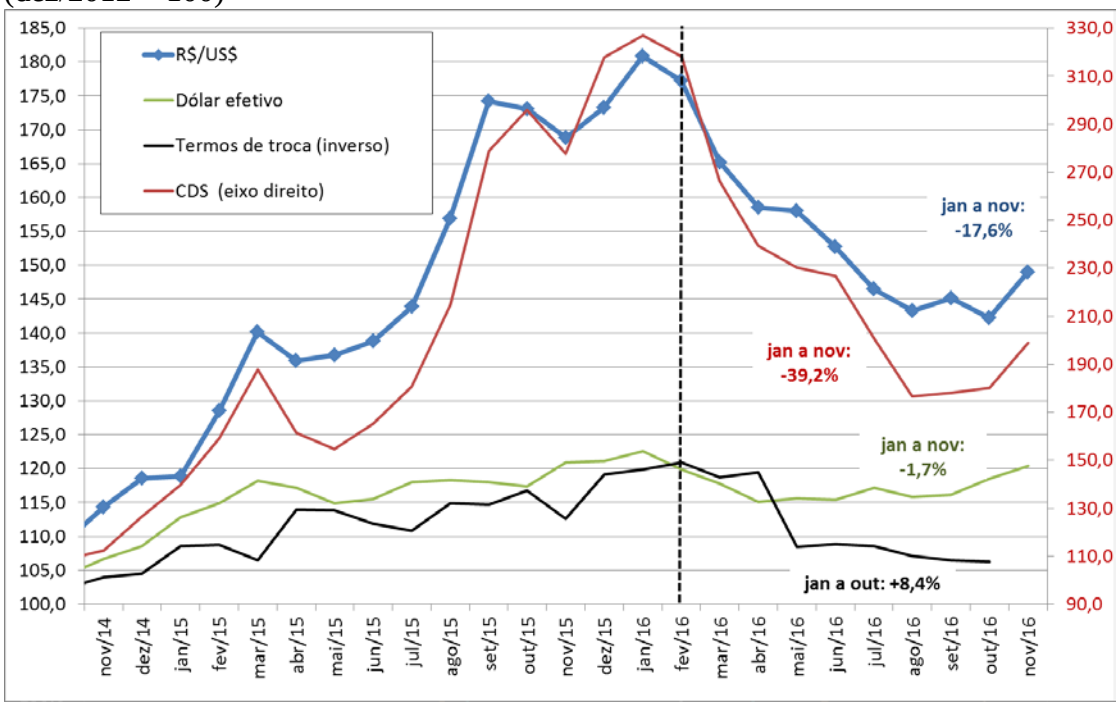
A taxa de câmbio voltou a se desvalorizar em novembro para uma média diária de R$3,34/US$, após três meses de relativa estabilidade em um patamar próximo de R$3,20. O risco-país medido pelo CDS de 5 anos também subiu no mês, ficando 10,4% acima da média de outubro, e o dólar subiu 1,6% em relação a uma cesta das principais moedas internacionais (Gráfico 10). Essa reversão de tendência em relação ao que se verificara desde início do ano pode ser associada principalmente ao efeito da eleição de Donald Trump para a presidência dos Estados Unidos, o que aumentou a incerteza dos investidores internacionais, resultando, como de costume, em fuga de ativos de países emergentes. É provável também que os agentes estejam antecipando um maior ritmo de elevação das taxas de juros norte-americanas em razão de aceleração da inflação causada por maior proteção ao mercado doméstico, seguindo as promessas de campanha.

É provável que essa incerteza ainda perdure por algum tempo, ao menos até que o novo presidente tome posse e anuncie suas primeiras medidas. Por isso mesmo, os analistas reviram para cima suas projeções de taxa de câmbio para os próximos meses. Segundo o boletim Focus do Banco Central, a mediana das projeções para a cotação do dólar no final deste ano estava em R$ 3,35 no final de novembro, contra R$ 3,20 no início do mês. Entretanto, as projeções para o final de 2017 permaneceram estáveis, na casa de R$ 3,40, indicando que a recente pressão sobre o câmbio será temporária, e que não houve mudanças significativas nos fundamentos que determinam a taxa em intervalos mais longos.

GRÁFICO 10

Taxa de câmbio nominal, *spread* do CDS brasileiro, termos de troca e taxa efetiva do dólar em relação às principais moedas internacionais (out./2014-out./2016)

(dez/2012 = 100)



Fonte: BCB, FMI, Bloomberg e Secretaria do Tesouro dos Estados Unidos.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon