Financiamento às Exportações no Brasil

Export Financing in Brasil

Pedro Rossi[*]
Daniela Magalhães Prates[**]

Resumo: Este artigo caracteriza os instrumentos públicos e privados de crédito à exportação e traça um panorama recente desse mercado no Brasil. Para isso, analisam-se os Adiantamentos de Contrato de Câmbio (ACC), as operações de pré-pagamento, o BNDES-Exim e o Programa de Financiamento às Exportações (Proex), no que se refere aos seus principais aspectos operacionais, o perfil dos demandantes e os condicionantes da demanda e oferta de crédito. Destaca-se, como particularidade desse mercado, a ligação estreita com o mercado internacional, que condiciona a oferta de *funding* dos instrumentos privados de financiamento e confere à parte da demanda por crédito uma dinâmica financeira associada às possibilidades de ganhos com o diferencial entre os juros externo e interno e com a antecipação dos movimentos futuros da taxa de câmbio. A pesquisa se baseia em informações oriundas de entrevistas junto às instituições financeiras, em dados disponíveis nos balanços dos bancos, nas séries temporais do Banco Central do Brasil e numa tabulação especial fornecida pelo BNDES.

Palavras-chave: Crédito. Exportação. ACC.

Abstract: This paper characterizes public and private export credit instruments and presents a recent overview of this market in Brazil. For this, we analyze the "Advances on Exchange Contracts" (ACC), export prepayment operations, BNDES-Exim and Proex with regard to its main operational aspects, the demand profile and the credit demand and supply constraints. One important characteristic of this market, highlighted in this paper, is the close link with international market which influences funding provision for private financing instruments and part of credit demand dynamics that is associated with financial possibilities of gains from external and internal interest rate differential and anticipation of future exchange rate movements. The research is based on interviews information with financial institutions, available data on bank balance sheets, Brazilian Central Bank data and a special tabulation provided by BNDES.

* Professor doutor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). E-mail: pedrorossi@eco.unicamp.br

** Professora doutora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). Pesquisadora do CNPq. E-mail: daniprates@eco.unicamp.br

Keywords: Credit. Export. ACC.

JEL Classification: F13; F40; O24.

1 Introdução

O mercado de crédito à exportação no Brasil abrange instrumentos públicos de financiamento, como o Programa de Financiamento às Exportações (Proex) e as linhas de financiamento à exportação do BNDES, e instrumentos privados, como os Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC) e o pré-pagamento à exportação. A natureza do *funding* difere esses dois tipos de instrumentos. Enquanto o primeiro depende da obtenção de recursos públicos para concessão dos financiamentos (o Proex utiliza recursos do orçamento público e o BNDES-Exim, do Fundo da Amparo aos Trabalhadores - FAT), os mecanismos privados, apesar de regulamentados e supervisionados pelo Banco Central do Brasil (BCB), dependem de *funding* privado para viabilizar os empréstimos. Essa distinção é essencial para a análise do comportamento da oferta de crédito para exportação no mercado brasileiro.

No caso dos instrumentos privados, a oferta de crédito subordina-se aos mecanismos de mercado, como, por exemplo, a disponibilidade de linhas externas privadas de financiamento. Já a oferta de *funding* para o crédito público depende das verbas públicas e de fatores políticos. Assim, destaca-se como particularidade desse segmento específico do mercado de crédito doméstico, a ligação estreita com o mercado internacional, que condiciona a oferta de *funding* dos instrumentos privados. Também decorre dessa ligação o fato da demanda por ACC, principal canal de financiamento das exportações, estar sujeita não somente às necessidades inerentes ao processo produtivo, mas também às possibilidades de ganhos financeiros associados ao diferencial entre os juros externo e interno e à antecipação dos movimentos futuros da taxa de câmbio.

Neste artigo, busca-se caracterizar esses instrumentos, públicos e privados, de crédito à exportação, discutir os aspectos normativos que incidem sobre eles e traçar um panorama recente desse mercado no Brasil, considerando os impactos da crise financeira internacional de 2008. Destaca-se, dentre as contribuições deste artigo, a coleta e análise de dados primários de natureza quantitativa e de informações oriundas de entrevistas junto às instituições financeiras. A seção 2 deste artigo trata dos ACC. Além de caracterizar esse instrumento, analisa o impacto das variações cambiais sobre a sua demanda e o mercado de performance de exportação, *lócus* onde se negocia o direito de exportação de produtos prontos para serem exportados. A seção 3 aborda o pré-pagamento de exportação, enquanto a seção 4 analisa os instrumentos públicos de financiamento à exportação (BNDES-Exim e o Proex) no que se refere ao perfil das empresas e da demanda, assim como às características do *funding* que condicionam a oferta de crédito público à expor-

tação. A seção 5 apresenta um panorama recente do crédito à exportação no Brasil, destacando a participação dos principais bancos nesse mercado. Seguem-se algumas considerações finais.

2 Os Adiantamentos de Contratos de Câmbio

O ACC foi o principal instrumento de financiamento às exportações brasileiras no período analisado. O valor das operações com ACC de 2003 a 2008 representou 27,8% das exportações no mesmo período, segundo dados do BCB. Nessa modalidade de crédito, os exportadores recebem por antecipação a quantia, parcial ou total, em moeda nacional, equivalente ao valor em moeda estrangeira que consta no contrato de exportação. Esse tipo de financiamento está consolidado no crédito à exportação como um importante instrumento de "varejo". O ACC é utilizado por empresas de todos os portes (micro, pequenas, médias e grandes) e por diversos setores. A facilidade de operacionalização e a flexibilidade nos ajustes de preço, garantias e prazos tornam esse instrumento adequado aos diferentes perfis de risco das empresas tomadoras.

Uma operação de ACC é realizada por intermédio de um banco autorizado a operar no mercado de câmbio que oferece o crédito por um prazo máximo de 360 dias. Contudo, o prazo médio das operações de ACC costuma ser bem menor: de 2003 a 2008 foi de 111 dias. Uma vez vencido o prazo, o empréstimo pode ser refinanciado por no máximo 210 dias mediante a uma operação de Adiantamento de Cambiais Entregue (ACE),[1] desde que o exportador tenha embarcado a mercadoria.[2] Portanto, o ACC pode abranger duas fases: a fase pré-embarque e a fase pós-embarque, denominada ACE. Dessa forma, o exportador obtém um crédito por um prazo máximo de 570 dias, que pode ser aplicado na produção como capital de giro, na comercialização do produto ou em arbitragem financeira.[3]

Apesar de envolver uma moeda estrangeira, a operação de ACC não apresenta risco cambial: "O risco cambial é eliminado pela própria natureza da operação" (PEREIRA; MACIENTE, 2000, p. 8). Ao realizar um empréstimo de ACC, o exportador recebe em reais e assume uma dívida em dólar, que será quitada com suas receitas da exportação no fim da operação. Nesse sentido, como as dívidas assumidas estão na mesma unidade de conta das receitas futuras, não há descasamento de moeda. Para o exportador, o risco inerente às operações de ACC é o risco comercial que se refere ao não pagamento das vendas por parte do agente importador.

---

1 Também conhecido como de Adiantamento sobre Contrato de Exportação.

2 Por não ser considerado uma operação financeira, o ACC é isento da cobrança do IOF. O não cumprimento do prazo de embarque da mercadoria implica cobrança de IOF sobre a operação. O ACC sem lastro (ou seja, aquele não vinculado ao embarque de uma mercadoria ou a venda de um serviço) é transformado em uma operação financeira de curto prazo e sujeito aos encargos financeiros dessa modalidade.

3 O ACE também permite ao exportador oferecer aos seus clientes melhores prazos de pagamento tornando seu produto mais competitivo no mercado internacional.

Os recursos para empréstimos de ACC são tradicionalmente captados no exterior pelos bancos residentes. Esse *funding* externo faz do ACC uma modalidade de crédito extremamente atrativa, dado o diferencial de juros entre as taxas domésticas e aquelas praticadas no mercado internacional. A taxa de juros paga pelos tomadores de ACC é a taxa de captação dos bancos no mercado internacional acrescidas de um *spread*. A primeira é baseada na *Libor* (*London Interbank Rate* – taxa de juros do interbancário da praça financeira de Londres) mais um *spread* de risco que depende da situação de liquidez do mercado internacional, do apetite por risco dos investidores estrangeiros e da evolução de variáveis macroeconômicas que influenciam a percepção de risco dos investidores internacionais. Já o *spread* cobrado dos exportadores pelos bancos no Brasil depende de fatores como: a relação do banco com o cliente, o porte da empresa, sua saúde financeira etc.

Apesar de distantes da taxa Libor, as taxas de juros das operações de ACC são mais convidativas do que outras taxas de juros praticadas no mercado interno. Esse diferencial de juros abre espaço para operações de arbitragem financeira com recursos que originalmente seriam usados para o financiamento da produção. Pereira e Maciente (2000) tratam do tema analisando o impacto dos instrumentos de ACC e ACE na rentabilidade das exportações brasileiras. Segundo os autores, os ganhos financeiros derivados da aplicação dos recursos de ACC em títulos e fundos remunerados a juros internos elevam a competitividade do setor exportador, já que permitem a prática de preços mais competitivos para alguns produtos. Para eles, o aumento do diferencial de juros é equivalente a uma desvalorização da moeda doméstica.

> Sob a ótica estrita da rentabilidade da atividade exportadora financiada por ACC e dados os prazos médios verificados no período 1993/1998, pode-se afirmar que uma elevação de um ponto percentual das taxas de juros reais básicas domésticas corresponde, *ceteris paribus*, a uma depreciação cambial real equivalente de cerca de 0,33% (PEREIRA; MACIENTE, 2000, p. 16).

O ganho de arbitragem foi amplamente utilizado no período entre a implementação do Plano Real e a desvalorização cambial de 1999. Nesse período, a possibilidade de arbitragem com recursos de ACC em um ambiente macroeconômico de altas taxas de juros atenuava os efeitos do câmbio valorizado. Segundo Pereira e Maciente (2000), os ganhos com arbitragem de ACC chegaram a 13% do valor das exportações brasileiras entre 1993 e 1998, o que indica que, de fato, o "lado financeiro" do ACC teve grande contribuição para competitividade do setor exportador.[4]

4 "Os mecanismos financeiros chegaram a envolver, nas conjunturas de expressiva elevação das taxas de juros reais, a transferência de até 13% do valor exportado. Esse percentual flutuou consideravelmente em diferentes contextos em virtude das mudanças das políticas macroeconômicas, da regulamentação específica das operações de financiamento e das condições de oferta dos fundos externos." (PEREIRA; MACIENTE, 2000, p. 16).

Ao realizar uma operação de ACC, o exportador abre mão de uma receita futura em dólar e contrai um empréstimo em moeda nacional. Dessa forma, além do diferencial de juros, as expectativas com relação à taxa de câmbio é um segundo elemento determinante para realização de operações de ACC. Prates (2005) aponta os efeitos dessas variáveis na demanda por ACC:

> O aumento do diferencial entre a taxa embutida nesses contratos e aquela incidente sobre as linhas de capital de giro doméstica, somado à redução do spread cobrado pelos bancos (devido à intensificação da concorrência nesse segmento), tornou o custo financeiro dos ACCs ainda mais atrativo. A tendência de apreciação cambial também reduzia este custo, estimulando a contratação dessas linhas de crédito (PRATES, 2005, p. 64).

A taxa de câmbio constitui um dos cinco fatores principais que influenciam a demanda por ACC, ao lado da demanda externa por produtos brasileiros, do diferencial entre as taxas de juros interna e externa, da sazonalidade da safra de produtos do agronegócio e da existência de fontes alternativas de financiamento, como o acesso direto ao mercado externo proporcionado pelas operações de pré-pagamento.

Há dois movimentos em sentidos opostos que afetam a demanda por ACC, ambos associados às variações da taxa de câmbio. O primeiro tem motivação financeira e se refere à antecipação dos picos e vales dessa taxa. Esse movimento é usualmente feito por grandes empresas com fluxos de caixa adequados para o financiamento da produção e uma política de administração financeira voltada para agregar ganhos financeiros ao ganho operacional. Nesse contexto, uma expectativa de valorização cambial aumenta a procura por ACC, já que essas empresas buscam antecipar as receitas da exportação tomando recursos em reais e contraindo uma dívida em dólar. Esses recursos são alocados em aplicações financeiras e a dívida será liquidada, se as expectativas se confirmarem, com uma taxa de câmbio mais favorável para o devedor em moeda estrangeira (ou seja, moeda doméstica apreciada). Em caso de expectativas de desvalorização cambial o inverso ocorre, ou seja, a demanda por ACC tende a diminuir (ver Box 1).

Box 1 – Ganhos financeiros com operações de ACC

O ganho financeiro com as operações de ACC pode ser descrito de acordo com a equação (1):

$$\text{Ganho financeiro (\%)} = (i_{Br} - i_x) - \left[\left(\frac{E_{t+1} - E_t}{E_t}\right) * 100\right] \quad (1)$$

Onde i_{Br} é a taxa de rendimento das aplicações financeiras no Brasil; i_x é a taxa de juros cobrada nas operações de ACC; E_{t+1} é a taxa de câmbio (R$/US$) no momento de liquidação da operação; e E_{t+} é a taxa de câmbio (R$/US$) no dia da contratação do ACC.

A equação em questão mostra dois tipos de ganhos financeiros possíveis, o ganho com o diferencial de juros e o ganho com a variação cambial. Esse segundo tipo de ganho assume um caráter especulativo na medida em que se faz uma aposta em relação à taxa de câmbio futura. O exportador que busca ganhos financeiros, ao realizar uma operação de ACC, tem nas exportações um *hedge* natural. As receitas em dólar das mercadorias exportadas permitem a liquidação do ACC sem os riscos de descasamento de moedas. Uma desvalorização cambial no período do contrato apenas frustra suas expectativas de ganho, enquanto que uma valorização agrega ganhos ao diferencial de juros.

Já o não-exportador que opera com ACCs deve deduzir de seus ganhos financeiros o custo de compra de uma performance de exportação. Além disso, esse agente está sujeito ao descasamento de moedas, logo, deve optar pela exposição cambial ou arcar com o custo do hedge cambial. Dessa forma, os empréstimos de ACC podem transformar-se em uma operação de *carry trade**, com a peculiaridade de ser isenta dos encargos que incidem sobre outros tipos de operações financeiras.

Nota: *Uma operação de *carry trade* com moedas consiste em tomar emprestado em uma moeda e emprestar em outra visando obter ganhos com o diferencial de juros. A estratégia envolve um risco derivado da variação cambial entre o par de moedas, já que operação pressupõe passivos e ativos em moedas diferentes.

O segundo movimento de reação às variações cambiais ocorre por "motivos produtivos" e aplica-se ao conjunto de setores que produzem bens e serviços de baixo valor agregado, cuja competitividade externa é extremamente sensível às variações cambiais. Os setores de calçado, têxtil e parte do agronegócio, por exemplo, produzem mercadorias padronizadas, que permitem uma migração praticamente automática da produção do mercado doméstico para o externo, mesmo

após a conclusão do ciclo produtivo.[5] Ou seja, inicialmente a produção destina-se ao mercado interno, mas, ao perceber uma depreciação da moeda doméstica, a empresa (que já possui relação com compradores no exterior) opta pela exportação, e o inverso também é verdadeiro. Já o mesmo não ocorre para os setores de alto valor agregado, pois estes usualmente possuem ciclos de produção mais longos e produtos com especificidades técnicas diferentes para os mercados interno e externo.

Essa migração da produção entre os mercados interno e externo, induzida pela taxa de câmbio, é particularmente pronunciada na economia brasileira, devido à expressiva participação de bens de baixo valor agregado na indústria doméstica, e tem efeitos importantes sobre a demanda por ACC. Uma desvalorização cambial pode tornar a rentabilidade no mercado externo maior do que aquela planejada inicialmente no mercado interno. Dessa forma, ocorre um crescimento da demanda por ACC associado ao financiamento dos novos produtos a serem exportados.

Assim, os dois movimentos resumidos anteriormente podem ter impactos opostos na demanda por ACC. Nos dois casos, a finalidade do uso desse instrumento e o perfil das empresas também diferem substancialmente. No primeiro caso, como já mencionado, as empresas são de grande porte, com apetite por ganhos financeiros e um fluxo de caixa capaz de financiar a produção. O ACC torna-se "uma operação financeira quase que disfarçada de uma operação comercial" (BELLUZZO *apud* LULA, 2007). Ademais, a variação na demanda por ACC não tem efeitos significativos na produção para exportação, pois se trata de uma antecipação momentânea, associada à conjuntura macroeconômica. Já no segundo caso, as empresas são usualmente de menor porte, contratam ACCs para obter capital de giro e *hedge* cambial e o volume exportado é afetado, pois a produção é transferida do mercado interno para o externo.[6]

Os contratos de ACC preveem um compromisso de embarque de uma mercadoria a ser exportada. O propósito desse compromisso é evitar a arbitragem financeira com esse instrumento de crédito e garantir que as vantagens fiscais do ACC sejam direcionadas apenas ao financiamento das exportações.[7] Caso essa exportação não seja efetuada, o exportador deverá arcar com um encargo financeiro calculado sobre o valor em moeda nacional correspondente à parcela do contrato de câmbio:

---

5 Ou seja, essas mercadorias prescindem de uma adequação muito grande para transferir o destino da produção do mercado interno para o externo.

6 As operações de ACC têm potencial de agregar volatilidade à taxa de cambio. Nos momentos de alavancagem em ACC, há grande entrada de divisas no país, enquanto, em períodos de crise, quando as empresas procuram se desalavancar, ocorre apenas o embarque das mercadorias sem entrada de divisas adicionais. Para o exportador, no primeiro momento, ele recebe divisas e, no segundo, ele somente embarca a mercadoria. Isso torna o fluxo de divisas decorrente das exportações mais volátil, sujeito a uma lógica financeira e às condições de liquidez do mercado de crédito internacional. O impacto das operações de ACC sobre a taxa de câmbio é um tema que merece um estudo mais aprofundado e ultrapassa os objetivos deste artigo.

7 A Circular Bacen nº 2.632/95, que regula essa modalidade de crédito, determina que o fim precípuo do mecanismo é o apoio financeiro à exportação.

> Com base no rendimento acumulado da Letra Financeira do Tesouro - LFT durante o período compreendido entre a data da contratação e a do cancelamento ou baixa, deduzidos a variação cambial ocorrida no mesmo período e o montante em moeda nacional equivalente a juros calculados pela taxa de captação interbancária de Londres (LIBOR) sobre o valor em moeda estrangeira objeto do cancelamento ou baixa (BRASIL, 1989, on-line).

Nesse sentido, a multa pelo desvio dos recursos de ACC de seu propósito produtivo anula os ganhos financeiros da operação. Entretanto, esses contratos prescindem da especificação da mercadoria exportada, ou seja, ao realizar uma operação de ACC o contratante pode "performar"[8] qualquer tipo de produto. Esse fato traz implicações importantes para a análise desse instrumento de crédito, já que permite a formação de um mercado onde se negocia as mercadorias a serem embarcadas com o objetivo de liquidação dos ACCs.

O mercado de performance de exportação negocia o direito de exportação de produtos prontos para serem exportados.[9] O exportador vende seu produto para aquele que realizou a operação de ACC e a exportação se realiza em nome do comprador da performance.

As empresas recorrem ao mercado de performance em duas circunstâncias principais. A primeira ocorre quando uma empresa que não produz mercadorias exportáveis deseja captar ACC para tirar proveito de suas vantagens de custo. Ao captar o empréstimo a empresa já sabe que recorrerá à compra de performances para liquidar o ACC. Na outra ponta está o ofertante de performances que divide parte do ganho de arbitragem com o tomador de ACC. Esse é o exportador comum que tem sua produção, ou parte dela, livre de obrigações contratuais ligadas aos empréstimos de ACC. Nesse caso, esse instrumento de crédito desvia-se do seu propósito de financiamento à produção e permite a arbitragem com a taxa de juros do ACC e a taxa de juros interna. Ou seja, o mercado de performance de exportação fornece liquidez ao ACC e potencializa o seu uso como instrumento de arbitragem financeira.[10]

O segundo caso emerge quando uma empresa exportadora, por motivos inerentes ao processo produtivo, não consegue produzir a mercadoria a ser embar-

---

8 Jargão comum no mercado financeiro.

9 Informações oriundas das entrevistas indicam que esse mercado é de extrema importância. Contudo, como se trata de um mercado de balcão, em que as negociações geralmente ocorrem entre empresas e corretoras de câmbio e não são registradas contabilmente, não é possível mensurar sua dimensão.

10 Sobre o mercado de performances, Blumenschein e Leon (2002, p. 189) argumentam: "Por outro lado, as condições de funcionamento do mecanismo de ACC/ACE permitem a compra de performance de exportação entre companhias, e isso tem atraído a demanda de empresas que não operam no comércio exterior, ocasionando um desvio considerável de recursos para atividades não-exportadoras."

cada no prazo vigente do contrato de ACC já firmado. Nesse contexto, a empresa recorre ao mercado de performance para liquidar seu ACC, já que o não cumprimento do contrato de câmbio pode ser mais oneroso que a compra da performance.

Há ainda a possibilidade de que uma queda inesperada na demanda externa reduza a rentabilidade da exportação de um determinado produto, levando as empresas a comprar "performances".

3 Pré-pagamento de Exportação

O pré-pagamento de exportação (ou pagamento antecipado) não representa um instrumento de crédito bancário doméstico. Esse tipo de financiamento é oferecido pelas instituições bancárias residentes no Brasil, mas o sistema bancário doméstico não é o intermediário dos recursos, como é o caso do financiamento por ACC. As instituições no Brasil atuam como prestadoras de serviço e os recursos são obtidos junto às agências externas de bancos instalados no Brasil ou aos bancos estrangeiros (assim, essas operações não entram nos balanços dessas instituições). Esse mecanismo de crédito à exportação merece destaque pela importância dos financiamentos nos últimos anos e por se apresentar como uma alternativa a formas domésticas de financiamento.

O *funding* desse tipo de crédito também depende das linhas externas de financiamento. Nesse sentido, a oferta de pré-pagamento de exportações está sujeita a determinantes semelhantes àqueles do ACC. Ou seja, o risco-país, o apetite por risco dos investidores e o nível de liquidez internacional. Mas, o pré-pagamento difere das operações de ACC em diversos aspectos. Nas operações de ACC, provedor do crédito é uma instituição residente, diferentemente do pré-pagamento, em que a concessão é feita por um agente externo. Dessa forma, as operações de pré-pagamento constam no balanço de pagamento como "exportações", enquanto as operações de ACC não são contabilizadas como tal, já que se trata de transações entre residentes. No entanto, quando o agente financiador do ACC capta recursos no exterior, a operação passa a constar nesse balanço como um empréstimo de curto prazo.

Outra diferença substantiva desse instrumento de crédito para o ACC refere-se ao prazo do empréstimo: o pré-pagamento instituiu-se no mercado como uma opção de crédito de mais longo prazo ao exportador brasileiro. Segundo o Ministério da Fazenda, o prazo médio das operações situa-se entre dois e três anos. Ademais, diferentemente do ACC, o risco do pré-pagamento recai principalmente sobre o financiador, ou seja, a transferência dos direitos sobre vendas futuras como garantia para o agente financiador implica também o repasse do risco de *default* para esse agente. Se esse agente for o próprio importador, a operação caracteriza-se por uma dívida comercial e o risco em questão é o de não recebimento da

mercadoria. Caso o agente financiador seja uma instituição financeira, ela está sujeita ao risco de *default* do exportador (que pode não entregar a mercadoria) e do importador (que pode não efetuar o pagamento mesmo em caso de entrega da mercadoria). Esses riscos são contornados pela exigência rigorosa de garantias. "As empresas que se beneficiam são aquelas consideradas pelos bancos como de primeira linha e baixo risco, capazes de oferecer garantias maiores do que as exigidas em operações de ACC e, via de regra, fornecedoras de clientes também de baixo risco localizados em países considerados seguros" (BLUMENSCHEIN; LEON, 2002, p. 190).

4 Instrumentos Públicos de Crédito à Exportação

O crédito a exportação possui especificidades em relação às demais modalidades de crédito que justificam uma maior atuação pública na concessão e regulação dos financiamentos. Algumas dessas particularidades merecem um destaque especial como, por exemplo, a disposição de *funding* para financiamentos a exportação e os riscos de crédito e mercado.

Conforme visto, o *funding* dos principais instrumentos privados de crédito à exportação dependem da disponibilidade de linhas de financiamentos externos em moeda estrangeira. Essas linhas, por sua vez, dependem da situação de liquidez do mercado de crédito internacional. Em períodos de alta liquidez nesse mercado há farta disponibilidade de *funding* para financiamentos à exportação com baixos custos. Enquanto isso, períodos críticos como aquele vivenciado na atual crise econômica praticamente inviabilizam a concessão de créditos via ACC e pré-pagamento. Dessa forma, a estabilidade no mercado de crédito à exportação depende de uma atuação anticíclica do setor público na provisão de *funding* para esses financiamentos.

Outra característica inerente ao financiamento da exportação é a grande complexidade na avaliação de riscos para concessão de crédito a exportadores de diferentes tipos de produtos para diferentes países. A dificuldade de instituições privadas em avaliar condições de riscos torna o crédito à exportação escasso ou mesmo inexistente para determinados mercados, em especial, novos produtos e novos destinos de exportação. Nesse sentido, faz-se necessário um esforço público para suprir essa deficiência através da concessão de créditos e no apoio ao desenvolvimento de instituições especializadas no cálculo de risco de exportação e na concessão de seguros.

Nesse contexto, as instituições bancárias privadas com fins lucrativos, por estarem submetidas à lógica de valorização da riqueza,[11] não se envolvem espontaneamente com o financiamento de alguns setores e/ou atividades considerados

11 Sobre a lógica de atuação das instituições financeiras privadas, ver Freitas (1997).

estratégicos para o desenvolvimento, em virtude do risco elevado e/ou baixa lucratividade que lhes caracteriza. O financiamento dessas atividades e/ou setores requer, portanto, uma fonte especial de recursos, em geral mobilizada pelo setor público, e/ou esquemas institucionais de garantia. As exportações constituem uma dessas atividades, ao lado da infraestrutura, do setor rural e do saneamento básico, entre outros.

De uma forma geral, o sistema público de crédito à exportação busca cumprir funções não desempenhadas pelo setor privado, entre as quais: prover garantias contra os riscos inerentes à atividade exportadora (político, comercial, etc); fornecer financiamentos com custos mais baixos e prazos mais longos, de forma a garantir às empresas domésticas condições de igualdade frente aos competidores estrangeiros; dar acesso a crédito às empresas de menor porte, facilitando sua inserção no mercado internacional.

Ademais, a existência desse sistema também se revela fundamental para as políticas públicas de promoção às exportações, cujos principais objetivos são: aumentar do volume de exportações, diversificar a pauta exportadora, abrir novos mercados e ampliar da presença de produtos de maior valor agregado na pauta exportadora.[12] No Brasil, os dois principais instrumentos públicos de crédito à exportação são o BNDES-Exim e o Proex apoiados no BNDES e no Banco do Brasil respectivamente.[13]

4.1 BNDES-Exim

O BNDES apoia a exportação de bens e serviços mediante as linhas de financiamento do BNDES-Exim, que constitui o principal instrumento de crédito à exportação com *funding* em recursos públicos oriundos majoritariamente do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT). O BNDES-Exim envolve seis produtos nas modalidades pré-embarque e pós-embarque: pré-embarque; pré-embarque ágil; pré-embarque especial; pré-embarque empresa âncora; pré-embarque automóveis; e pós-embarque.[14] Os financiamentos do tipo pós-embarque são destinados à comercialização dos produtos de exportação e os desembolsos são feitos diretamente pelo BNDES, enquanto o crédito pré-embarque destina-se ao

12 Para mais detalhes sobre política de promoção das exportações brasileiras, ver Markwald e Puga (2002) e o site do: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, disponível em: www.desenvolvimento.gov.br.

13 Há ainda um terceiro programa público de financiamento às exportações, de pequena importância quando comparado ao BNDES-Exim e ao Proex. O Proger Exportação é um programa do Governo Federal destinado a estimular micro e pequenas empresas no mercado exportador. As empresas beneficiadas no programa devem ter um faturamento bruto máximo anual de R$ 5 milhões. O limite de financiamento por operação é de R$ 250 mil e o prazo para pagamento de até 12 meses. Os recursos do programa provêm do FAT e são repassados pelo Brasil e pela Caixa Econômica Federal. Em 2006, os desembolsos do programa foram R$ 6,7 milhões.

14 Para mais informações sobre as diferentes modalidades do BNDES-Exim, ver: www.bndes.gov.br.

financiamento da produção, sendo a grande maioria das operações realizada na modalidade indireta, ou seja, os recursos são repassados pelos agentes financeiros credenciados.

Dois fatores condicionam a demanda pelas linhas de crédito à exportação do BNDES. O primeiro vincula-se ao volume de produção destinado à exportação,[15] enquanto o segundo remete às condições de financiamento das fontes alternativas no mercado de crédito à exportação, como o ACC e o pré-pagamento. Considerando esse segundo fator, a procura por crédito à exportação no BNDES é contracíclica às condições de liquidez do mercado.

Quando comparados aos ACCs, as linhas do BNDES-Exim geralmente apresentam melhores condições de prazo, enquanto as condições de custos dependem da situação de mercado e do perfil das empresas exportadoras (que têm diferentes condições de acesso ao mercado de ACC e a outros instrumentos de crédito).[16] No que se refere à agilidade na liberação dos financiamentos, o prazo médio entre a consulta e a aprovação do BNDES-Exim pós-embarque é de dois a três meses e dos produtos pré-embarque, de duas semanas. Mesmo esse último prazo é considerado pelas instituições entrevistadas extremamente lento quando comparado às operações de ACC, que são liberadas imediatamente nas agências bancária ou mesmo pela internet.[17]

As condições de oferta de financiamentos BNDES-Exim diferem substancialmente do ACC. Como já destacado, o *funding* dos recursos do BNDES é de natureza pública, enquanto que a oferta de ACC depende das condições de captação no mercado externo.[18] Dessa forma, diferentemente do ACC, a oferta de recursos para os financiamentos à exportação pelo BNDES não está subordinada às condições de mercado. Nos últimos anos, não houve problemas de *funding* nos financiamentos do BNDES-Exim. A oferta de recursos têm sido elástica à demanda por financiamentos, sendo as garantias exigidas o principal entrave para a expansão dos desembolsos. O rigor na exigência de garantias é o principal limitador do acesso das pequenas e médias empresas aos recursos do BNDES-Exim.[19]

---

15 A procura pelos recursos do BNDES-Exim pode sofrer variações significativas em função da quantidade produzida para exportação de alguns setores específicos que, por motivos sazonais ou por mudanças na competitividade do setor no mercado externo, demandam mais ou menos financiamentos à exportação.

16 Em março de 2009, o BNDES anunciou mudança nas condições de financiamento das linhas pré-embarque. O prazo do financiamento foi ampliado de 18 para 24 meses, e o custo da operação com taxa fixa passou de 15,35% para 11,5% ao ano, em média. Esse custo não inclui o *spread* do agente. Ver Brasil (2009).

17 Informações sobre os prazos do BNDES-Exim oriundas de entrevista no BNDES.

18 Os leilões públicos com recursos das reservas internacionais realizados em 2008 no período mais agudo da crise internacional foram de caráter extraordinário e integraram um conjunto de medidas de política financeira em resposta ao efeito-contágio da crise econômica.

19 Informação obtida em entrevista.

Quanto ao perfil das empresas tomadoras de recursos BNDES-Exim, inicialmente os financiamentos do BNDES à exportação destinavam-se exclusivamente ao setor de bens de capital. A partir de 1996, as linhas de financiamento ampliaram seu escopo setorial, atingindo uma ampla gama de setores.[20] Os produtos financiáveis obedecem a critérios de priorização de determinados setores econômicos. Entre os setores priorizados, estão aqueles com produtos de maior valor agregado e ciclos de produção mais longos, como o setor de bens de capital, bens de consumo duráveis e alguns bens intermediários. Além disso, o BNDES-Exim não financia *commodities*, exceto carne *in natura* e frutas (com exceção da exportação de laranja), e o setor siderúrgico não é um grande demandante de recursos do BNDES-Exim, já que o mesmo é composto por grandes empresas multinacionais com capacidade de captar diretamente no mercado externo em condições de prazo e custo mais favoráveis.[21]

Finalmente, vale mencionar que a parcela dos desembolsos do BNDES-Exim destinados às médias, pequenas e microempresas é extremamente pequena, tendo representado menos de 1% do total entre 2005 e 2009. Nesse sentido, o BNDES-Exim caracteriza-se como uma linha de financiamento às grandes empresas.[22]

Tabela 1 - Desembolsos do BNDES-Exim por porte de empresas (%)

	2003	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009(1)**
Grande	96,91	97,76	99,47	99,70	99,49	99,59	99,23
Média	2,86	2,09	0,50	0,28	0,40	0,14	0,31
Micro/pequena	0,24	0,15	0,03	0,02	0,11	0,27	0,45

Fonte: Elaboração própria a partir de BNDES/AP/DEORÇ. Tabulação especial.
Nota: (1) Primeiro semestre.

4.2 Proex

O Programa de Financiamento às Exportações (Proex) é o segundo instrumento público de apoio às exportações no Brasil. O *funding* desse programa é do Tesouro Nacional (sendo o montante alocado definido anualmente pelo Orçamento Público) e o repasse dos recursos feito pelo Banco do Brasil, que atua como agente financeiro exclusivo da União para os desembolsos do Proex. Até 2007, o faturamento bruto anual máximo das empresas candidatas aos recursos do programa era de R$ 60 milhões. Esse valor foi ampliado sucessivamente (pela Câmara de Comércio Exterior - Camex) para R$ 300 milhões em 2008 e R$ 600

20 Para uma análise da evolução do BNDES-Exim, ver Catermol (2005).

21 Informações obtidas em entrevista.

22 O Fundo Garantidor de Investimento, criado em junho de 2009 por medida provisória (Medida Provisória nº 464), pode contribuir para mitigar esse problema, pois pode garantir até 80% do valor das operações de financiamento do BNDES com PMEs.

milhões em 2009 (valor que permite atender empresas de todos os portes).[23] Há duas modalidades de financiamento desse programa, o Proex Financiamento e o Proex Equalização. A primeira modalidade é um crédito pós-embarque ao exportador de bens e serviços, enquanto o Proex Equalização é um sistema de financiamento no qual o exportador necessita de um contrato de financiamento já firmado com outra instituição. Uma vez com o financiamento contratado, o Proex assume parte dos encargos do exportador tornando-os compatíveis com as taxas de juros internacionais.

Em situações normais de mercado, o Proex é pouco vantajoso para as grandes empresas, que podem acessar mecanismos de crédito com condições mais favoráveis em termos de custos e de operacionalidade. Dados da pesquisa realizada pela CNI mostram que 61,8% das grandes empresas que conhecem o Proex Financiamento não têm interesse em utilizá-lo e apenas 4,9% fazem uso desse instrumento.[24] Já para as micro, pequenas e médias empresas, a utilização do Proex é substancialmente maior. Para essas empresas, o programa apresenta-se como uma porta de entrada ao mercado de crédito à exportação na medida em que permite a construção de um histórico de performances de exportação, que poderá se reverter em vantagens de custos para futuras captações no mercado. Nesse sentido, o Proex pode ser visto como um instrumento de inserção de novas empresas no mercado crédito à exportação.[25]

Os produtos elegíveis pelo Proex representam mais de 80% da pauta de exportação brasileira. Dentre os setores mais beneficiados pelo programa, destacam-se máquinas e equipamento, têxtil, coureiro-calçadista e aqueles ligados à madeira. Já o Proex Equalização atende empresas de grande porte, sobretudo aos setores de transporte e máquinas e equipamentos,[26] que já obtiveram empréstimos seja junto ao BNDES-Exim, seja no mercado de crédito privado, interno ou externo.

Com relação ao *funding* do Proex, há três aspectos negativos que podem ser destacados. Primeiro, por ser definido anualmente no âmbito do Orçamento Público, a incerteza inerente ao processo político se transmite para a expectativa de disponibilidade de recursos em um curto espaço de tempo, ou seja, o programa pode ter seu alcance modificado anualmente, o que pode afetar o planejamento

23 Segundo o conceito adotado pelo BNDES, no qual o porte das empresas mede-se pela Receita Operacional Bruta Anual, as microempresas são as que possuem faturamento até R$ 1.200 mil, as pequenas de R$ 12.001 a R$ 10.500 mil, as médias de R$ 10.501 a R$ 60.000 mil e as grandes empresas, acima de R$ 60 milhões.

24 A Confederação Nacional das Industrias (CNI) realizou uma pesquisa entre 31 de novembro e 27 de dezembro de 2007 que contou com a participação de 855 empresas exportadoras de diferentes portes e setores, ver CNI (2008).

25 Informação obtida em entrevista.

26 Sobre o Proex Equalização, ver Pinto *et al.* (2008).

financeiro de seus clientes.[27] Outro problema relacionado ao *funding* do Proex é o efeito da variação cambial sobre o montante de recursos, que pode reduzir ou aumentar os recursos disponíveis em dólar. E ainda, os recursos orçados podem se tornar insuficientes em caso de uma inesperada perda de valor da moeda brasileira perante o dólar.[28] O terceiro ponto negativo deriva do processo burocrático de liberação de recursos do Orçamento. Como apontado pelo próprio *Relatório Anual do Banco do Brasil*, o atraso na aprovação do orçamento pode prejudicar a operacionalização do programa: "A diminuição dos desembolsos e de emissão das notas em relação ao ano anterior foi decorrente do atraso da aprovação do orçamento do programa" (BANCO DO BRASIL, 2006, p. 84).

Em vista dos problemas assinalados, uma alternativa seria a transformação do programa em um fundo rotativo administrado pelo Banco do Brasil. Os financiamentos do Proex são de origem orçamentária, logo, os reembolsos desses empréstimos não retornam ao programa, pois se direcionam para o caixa do tesouro. Dessa forma, considerando que a inadimplência do programa é baixíssima, um fundo rotativo poderia, em médio prazo, suprir as necessidades de desembolso e ainda desonerar o orçamento público. Com isso, os empréstimos deixariam de estar condicionados ao ano fiscal e não haveria mais frustração na aplicação de recursos por conta de atrasos nas liberações do orçamento.[29]

No que se refere à oferta de recursos públicos, além dos problemas relativos ao *funding*, há ainda àqueles relacionados ao fato do repasse desses recursos estar sujeito a uma lógica de distribuição privada. Como apontado por Veiga e Iglesias (2000), as linhas públicas podem competir com as linhas privadas: "Há situações em que as linhas privadas competem com as públicas e os agentes financeiros dão preferência ao uso de seus recursos – dada a maior rentabilidade que os bancos logram obter com suas próprias linhas" (VEIGA; IGLESIAS, 2000, p. 142). Esse argumento é válido para o Banco do Brasil, que é o repassador exclusivo dos recursos do Proex e ainda oferece produtos como o ACC, mas também para o repasse dos recursos do BNDES-Exim que é feito por várias instituições financeiras privadas.

Na comparação entre o Proex e o BNDES-Exim, identificam-se atuações complementares entre os dois instrumentos públicos de crédito à exportação. O

27 E ainda, considerando a hipótese de que uma baixa na arrecadação pública cause cortes de recursos do Proex e esses recursos aumentem em caso de alta de arrecadação, esse mecanismo de financiamento público à exportação torna-se procíclico.

28 Como mostram Veiga e Iglesias (2000, p. 92), a escassez de recursos do Proex em 1999 por conta da crise cambial levou à paralisação desse instrumento de financiamento ainda no mês de agosto, o que obrigou o sistema operacional do Proex a se ajustar à nova situação e aprovar desembolsos para além do previsto. Esses autores apresentam um histórico de mudanças normativas do Proex até 2000.

29 A transformação do Proex em um fundo rotativo fez parte dos temas discutidos na entrevista realizada junto ao Banco do Brasil.

segmento de mercado atendido pelo Proex difere substancialmente daquele atendido pelo BNDES-Exim, que é voltado para empresas do segmento *das grandes empresas*. Além disso, o Proex Equalização permite custear os empréstimos de longo prazo do BNDES-Exim.

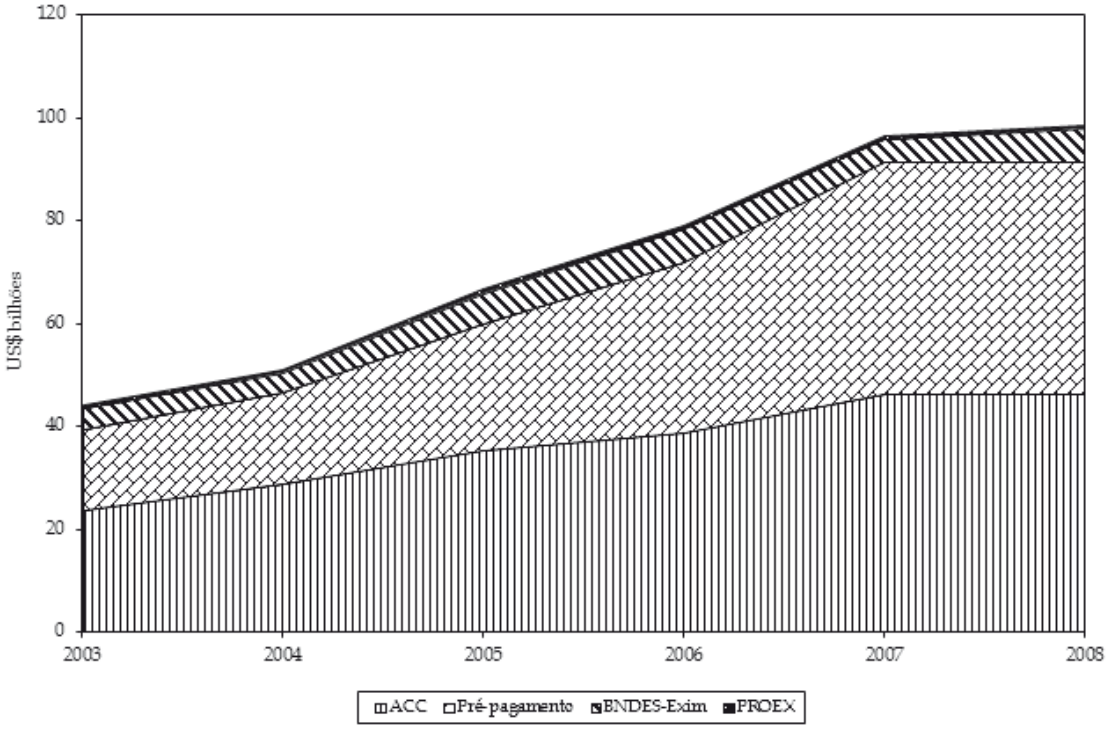
5 Panorama Recente do Mercado de Crédito à Exportação

O Gráfico 1 permite uma análise comparativa da evolução dos principais canais de crédito à exportação e do volume total dos financiamentos proporcionado por eles. O volume de crédito à exportação cresceu bastante entre 2003 e 2008, movimento que pode ser explicado pelo desempenho do setor exportador assim como pelos condicionantes gerais do ciclo de crédito. Entre esses condicionantes, alguns são mais relevantes para o crédito para exportação, como a valorização cambial ocorrida entre 2003 e meados de 2008, que é particularmente importante para a captação de recursos externos via ACC e pré-pagamento. Como destacado, as expectativas de apreciação da moeda doméstica induzem os agentes a adiantarem as receitas em dólar, aumentando a procura por esses instrumentos. Outro fator que favoreceu o crédito à exportação foi a redução do custo de captação externa, associada ao movimento de forte queda do risco–Brasil (decorrente, por sua vez, do ambiente de excesso de liquidez internacional e baixa aversão ao risco dos investidores externos vigente de 2003 a 2007[30]).

Os financiamentos públicos ocupam uma parcela pequena do mercado de crédito à exportação brasileiro. Em 2008, o Proex e o BNDES-Exim juntos somaram apenas 7% do total. Já o ACC representou 47% e o pré-pagamento 46% do total desse mercado, considerando estritamente seus principais instrumentos. Em termos absolutos, o total de créditos públicos e privados foi de US$ 99 bilhões em 2008, o que representa mais da metade do valor das exportações do mesmo ano (US$ 192 bilhões).

30 Sobre a evolução da liquidez no sistema financeiro internacional, ver World Bank (2008).

Gráfico 1 - Evolução dos principais canais de crédito à exportação



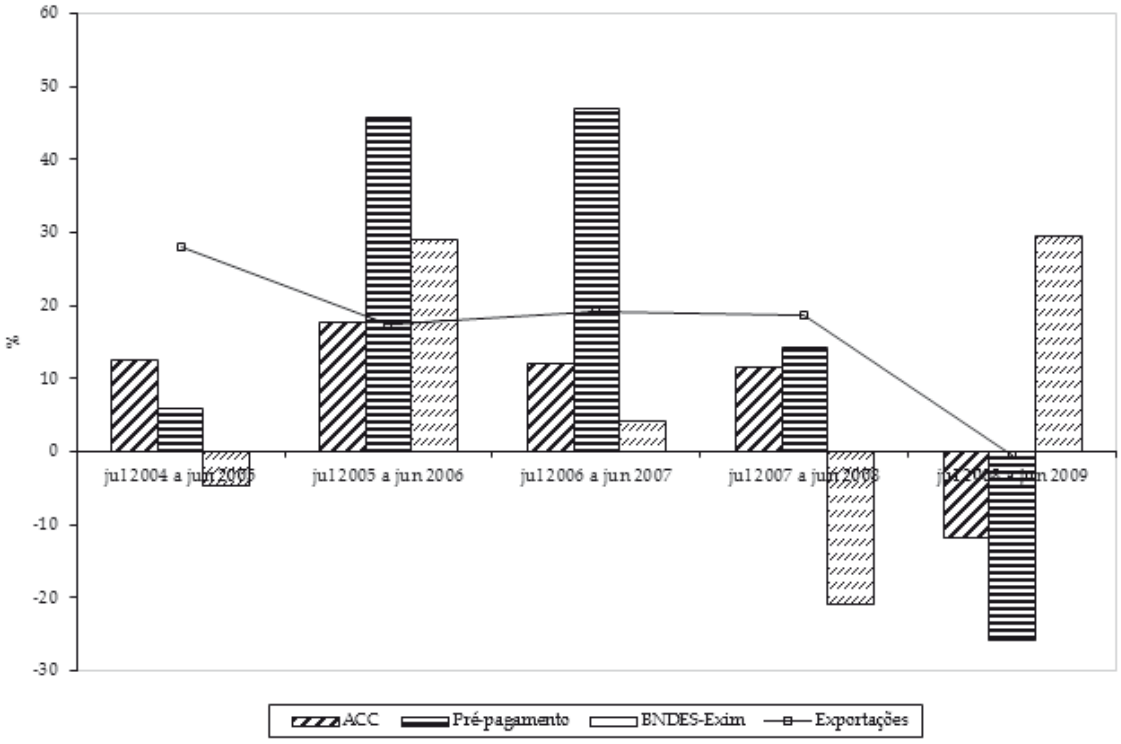
Fonte: Elaboração própria a partir de BCB, BNDES e Banco do Brasil.

A crise financeira internacional – que se originou no mercado de títulos norte-americanos vinculados às hipotecas *subprime* em julho de 2007 e ganhou dimensões sistêmicas após a falência do banco de investimento Lehman Brothers, em meados de setembro de 2008 – teve grande impacto nos instrumentos privados de crédito à exportação. De julho de 2008 a junho de 2009, em relação ao mesmo período do ano anterior, as concessões de ACC recuaram 11,8% e os contratos de pré-pagamento, 25% (ver Gráfico 2).

Dois mecanismos de transmissão da crise explicam esse desempenho: o primeiro, a queda brusca da demanda externa – que foi mais expressiva nos mercados de bens manufaturados, especialmente daqueles com maior valor agregado –, reduziu a procura por crédito à exportação, sobretudo pelos produtores desses bens; o segundo, a retração da oferta e o aumento do custo do crédito internacional num contexto de maior aversão ao risco dos agentes financeiros. Os empréstimos de pré-pagamento, que vinham crescendo a taxas superiores às do ACC, foram os mais atingidos pela crise econômica devido à natureza desse instrumento de crédito, caracterizado pela captação direta no mercado externo e por prazos de maturidade mais longos. Contudo, a queda das operações de ACC foi

atenuada pelos leilões realizados pelo BCB, que colocou à disposição do mercado recursos das reservas cambiais para servir como *funding* desses empréstimos.[31]

Gráfico 2 – Variação dos fluxos de ACC, pré-pagamento e dos desembolsos do BNDES-Exim, acumulados em 12 meses (frente aos 12 meses anteriores) – em (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil e BNDES.

Além do problema de captação de recursos para o crédito à exportação, outras barreiras se colocaram com a crise econômica internacional, como o aumento do risco na atividade exportadora e, consequentemente, dos *spreads* cobrados nas operações de crédito. Para além do risco comercial, representado pela possibilidade de *default* do importador, os riscos políticos para alguns destinos das exportações tornaram-se consideráveis. Com isso, os instrumentos de seguro ganharam importância para o fechamento dos contratos de crédito à exportação.[32]

Em contrapartida, após a eclosão da crise, em julho de 2007, observa-se um aumento nos desembolsos do BNDES-Exim. Esses financiamentos passaram de

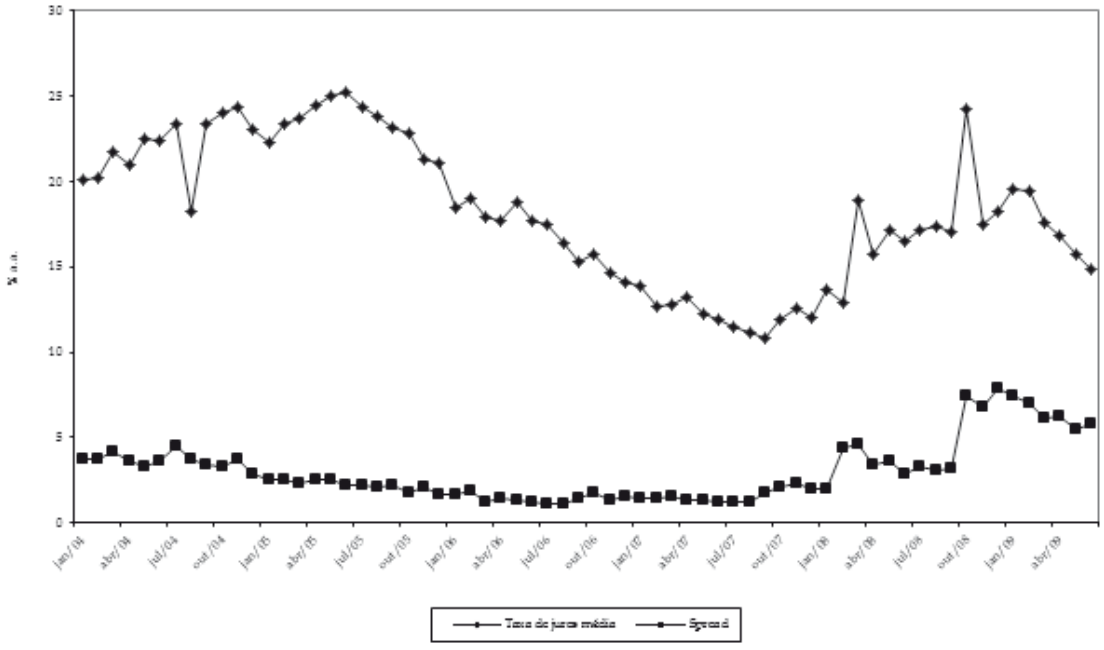
31 Entre novembro de 2008 e maio de 2009, o BCB emprestou US$ 24,4 bilhões. Até 8 de junho de 2009, US$ 15,9 bilhões já haviam retornado às reservas internacionais (LUCCHESI; GALVÃO, 2009).

32 Os seguros de crédito são ferramentas auxiliares no financiamento à exportação. O objetivo dos seguros é proporcionar ao exportador o recebimento do valor exportado, total ou parcial, em caso de *default* do importador. Os riscos cobertos são fundamentalmente dois: o risco comercial, referente à insolvência do importador ou ao atraso no pagamento, e o risco político, relativo a restrições à saída de divisas, embargos comerciais, além de guerras e revoluções. No Brasil, destacam-se duas instituições de seguros de crédito: a Seguradora Brasileira de Crédito à Exportação (SBCE) e o Fundo de Garantia para a Promoção da Competitividade (FGPC).

US$ 4,7 bilhões entre julho de 2007 e junho de 2008 para US$ 6,1 bilhões nos 12 meses seguintes. Esse aumento explica-se pelo esforço anticíclico dessa instituição pública, mas também pela migração da demanda dos mecanismos privados para o BNDES-Exim.

Como observado no Gráfico 3, as taxas de juros médias praticadas nos contratos de ACC aumentaram substancialmente nesse período em função das condições de captação dos bancos residentes no Brasil no mercado externo de crédito e do *spread* aplicado por essas instituições. A alta nas taxas de juros dos ACCs começa a ser sentida em setembro de 2007 e segue em trajetória ascendente com picos nos meses de março – quando ocorre o socorro ao Bear Stearns – e outubro de 2008 – após a falência do banco Lehman Brothers (no dia 15 de setembro de 2008), que transformou a crise financeira internacional num fenômeno sistêmico –, quando a taxa média chega a 24% ao ano. A trajetória do *spread* bancário das operações de ACC acompanha as variações da taxa de juros média, o que pode ser interpretado como um reflexo da expectativa dos bancos de aumento da taxa de inadimplência nessas operações (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 - *Spread* e taxa de juros média nas operações de ACC (% a.a.)[1]



Fonte: Elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil – séries temporais.
Nota: 1. *Spread* médio mensal (pós-fixado) e taxa média mensal (pós-fixada) das operações de Adiantamento sobre Contratos de câmbio.

Essa deterioração nas condições de financiamento afetou, de forma significativa, a demanda por ACCs. Como seu custo depende da situação do mercado de crédito internacional, essa linha, que em condições normais é mais vantajosa,

passou a sofrer concorrência das linhas de crédito com *funding* doméstico.[33] Além do aumento da taxa de juros dos ACC, a desvalorização do real ocorrida nos últimos meses de 2008 e a incerteza quanto à trajetória da taxa de câmbio no período mais agudo da crise também contribuíram para a retração da demanda por ACC.

A partir de março de 2009, a taxa de juros média do ACC inicia uma trajetória descendente. Já o *spread* médio nessas operações acompanhou os movimentos de alta das taxas de juros e, em janeiro de 2009, passa a cair, porém num ritmo inferior àquele apresentado pela taxa de juros. No período de março a julho de 2009, observou-se um retorno das linhas privadas de crédito à exportação, em condições de melhora do mercado financeiro internacional. Nesse contexto, o BCB interrompeu a provisão de *funding* para ACC (o último leilão foi realizado em maio de 2009) e eliminou as restrições de oferta de recursos para essas operações. Todavia, apesar da melhora nas condições de financiamento, as concessões de ACCs no primeiro semestre de 2009 recuaram 29% em relação ao mesmo período de 2008 e, até julho de 2009, não mostraram sinais de recuperação.

33 Sobre e esse aspecto e a conjuntura de crise: "Mesmo considerando-se as linhas de crédito à exportação em dólar do Banco Central, tomar dinheiro em Reais está mais barato´, revela o José Augusto Durand, diretor de negócios de tesouraria de atacado do Itaú BBA." (LUCCHESI; RIBEIRO, 2009).

Tabela 2 – Volume de ACC nas principais instituições financeiras[1]

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 1T	2009 2T
Bancos Públicos	6.151.054	6.426.748	6.825.416	7.402.756	7.728.874	10.948.331	11.912.000	10.560.511
Banco do Brasil	6.138.783	6.333.352	6.710.114	7.303.756	7.627.318	10.838.611	11.807.000	10.466.511
Nossa Caixa	12.271	93.396	115.302	99.000	101.556	109.720	105.000	94000
Bancos Privado Nacionais	10.684.490	8.792.098	8.503.025	8.851.980	11.090.122	18.881.861	-	-
Itaú	1.621.982	1.841.961	1.210.036	1.358.949	1.796.564	6.924.500	7.323.683	6.622.429
Unibanco	1.617.698	1.261.327	1.642.457	1.030.632	1.653.356			
Bradesco	6.182.523	4.796.176	5.017.112	5.703.150	6.782.315	9.846.204	10.220.211	9.612.825
Safra (1)	1.262.287	892.634	633.420	759.249	857.887	1.033.110	-	-
Banco Votorantim	55.258	45.618	247.021	339.457	521.634	1.078.047	-	1.004.605
Bancos Privado Estrangeiros	5.047.862	3.891.018	3.913.071	3.724.899	4.806.577	4.934.617	-	-
Santander	1.322.032	1.438.028	1.494.899	1.525.914	1.773.786	3.314.908	3 .801.816	3.439.536
Real	3.027.444	1.768.157	1.418.931	1.261.768	1.581.060			
HSBC (2)	698.386	684.833	999.241	937.217	1.451.731	1.619.709	-	-
Total dos bancos relacionados	21.883.406	19.109.864	19.241.512	19.979.635	23.625.573	34.764.809	-	-
Outros Bancos (3)	3.880.420	4.925.911	4.614.647	5.231.617	7.215.778	8.480.417	-	-
Dados Agregados (4)	25.763.826	24.035.775	23.856.159	25.211.252	30.841.351	43.245.226	45.516.165	43.247.532

(1) Classificado em conta redutora do subgrupo Carteira de Câmbio, em Outras Obrigações, acrescido das respectivas rendas a receber, classificadas no subgrupo Carteira de Câmbio, em Outros Créditos.
(2) Refere-se substancialmente a adiantamentos sobre contratos de câmbio, contabilizados em "Outros créditos e Outras obrigações - Carteira de câmbio".
(3) Obtido por subtração (dados agregados menos o total dos bancos relacionados).
(4) Dados do Banco Central do Brasil: volume total, saldo em fim de período.

Fonte: Elaboração própria a partir de demonstrações financeiras e relatórios anuais do Banco do Brasil, Nossa Caixa, Bradesco, Itaú, Unibanco, Safra e Banco Votorantim Santander, Real e HSBC.
Notas: 1. Dados dos passivos bancários em 31 de dezembro de cada ano, 31 de março para o primeiro trimestre de 2009 e 30 de junho pra o segundo; 2. Classificado em conta redutora do subgrupo Carteira de Câmbio, em Outras Obrigações, acrescido das respectivas rendas a receber, classificadas no subgrupo Carteira de Câmbio, em Outros Créditos; 3. Refere-se substancialmente a adiantamentos sobre contratos de câmbio, contabilizados em "Outros créditos e Outras obrigações - Carteira de câmbio"; 4. Obtido por subtração (dados agregados menos o total dos bancos relacionados); 5. Dados do Banco Central do Brasil: volume total, saldo em fim de período.

A Tabela 2 mostra a evolução dos contratos de ACC nas principais instituições financeiras do país. Destaca-se o grande crescimento no volume de operações totais nos anos de 2007 e 2008. No entanto, é importante ressaltar que os dados apresentados são extremamente sensíveis às variações cambiais.[34] Essas estatísticas são denominadas em moeda nacional, relativas a estoques de contratos de ACC fechados em dólar contabilizados no dia 31 de dezembro de cada ano. Logo, o "efeito câmbio" tem um peso importante. Assim, o enorme crescimento do total de ACC entre 2007 e 2008 (40,2%) está associado à desvalorização da moeda brasileira, de 31,4% frente ao dólar entre 31 de dezembro de cada um desses anos.[35] Da mesma forma, a queda do estoque de ACC entre os balanços do primeiro e segundo trimestre foi influenciada pela apreciação do real nesse período.

Uma comparação relativa do desempenho das instituições nos últimos anos revela um redesenho do mercado de ACC. Destaca-se a liderança do Banco do Brasil e do Bradesco, mas também o grande crescimento das operações de ACC de Itaú e Unibanco em 2008, que, com a fusão ocorrida no mesmo ano, se estabelecem como um novo grande *player* do mercado. Nota-se também um crescimento expressivo na participação relativa do Banco Votorantim (ver Tabela 2), que tem um papel de destaque nos repasses do BNDES-Exim pré-embarque, ao lado do Banco do Brasil e do Bradesco.

No que diz respeito aos principais agentes financeiros repassadores de recursos do BNDES-Exim, chama a atenção a concentração dos repasses em seis bancos, que aumentaram sua participação de 52% para 86%, na comparação entre 2003 e 2008. Essa concentração explica-se, em grande medida, pelo crescimento do Banco do Brasil, do Bradesco e do Banco Votorantim, principais agentes financeiros do BNDES-Exim. Como mostra a Tabela 3, a participação do Banco do Brasil salta de 7%, em 2003, para 46% no primeiro semestre de 2009. Nessa instituição, a evolução dos financiamentos indiretos vinculados a esse produto acompanha a tendência ascendente dos repasses de outros produtos do BNDES, como o Financiamneto de Máquinas e Equipamentos (Finem) e o Financiamento a Empreendimentos (Finame). Em 2005 e 2006, mais da metade dos repasses de recursos do BNDES no Banco do Brasil foram feitos pelo BNDES-Exim.

A participação do Bradesco nos desembolsos do BNDES-Exim também cresce consideravelmente no período. Em 2008, o banco repassou recursos da ordem de R$ 2 bilhões. O terceiro maior agente repassador do BNDES-Exim nos

34 Os dados de ACC foram retirados dos passivos bancários. A rubrica contábil em que são registradas as operações de ACC está entre as contas do passivo, pois se trata de contas retificadoras, por isso aparecem com o sinal negativo. A razão para esse tratamento diferenciado, posto que as demais modalidades de crédito figuram no ativo, está relacionada à existência de transações cambiais envolvidas e pelo fato dos bancos domésticos captarem recursos em moeda estrangeira no exterior e adiantarem recursos em reais ao exportador.

35 Medido pela taxa de câmbio livre (compra) de fim de período.

últimos anos é o Banco Vorantim, cujo elevado percentual no total dos repasses dessa instituição sugere uma especialização nos financiamentos à exportação.

Já o Itaú e o Unibanco diminuíram relativamente seus repasses BNDES-Exim, o primeiro na passagem de 2005 para 2006, quando sua participação se reduz de 13,9% para 3,6%, mantendo-se num patamar ainda mais baixo nos anos seguintes. Já o Unibanco tem sua participação reduzida pela metade entre 2005 e 2006 (17,89% e 8,15%). O BNDES-Exim também perde importância relativa quando comparados aos outros repasses de recursos do BNDES nesses dois bancos (Tabela 3). Outra instituição que perde espaço nos repasses de financiamentos à exportação é o Banco Safra, que, em 2003 e 2004, era responsável por 12,8% e 11,1% dos financiamentos BNDES-Exim na modalidade indireta. Vale notar que o Banco Santos foi um dos principais repassadores do BNDES-Exim entre 2003 e 2004, financiando R$ 713 milhões nesse período.[36]

Tabela 3 - Desembolsos do BNDES-Exim (em R$ milhares) e participação dos desembolsos BNDES-Exim por agente financeiro

Agente repassador	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
Bradesco							
Desembolsos BNDES-exim indireto	551.354	651.321	1.286.805	2.498.837	1.494.189	2.009.584	526.984
% Total BNDES-exim indireto	9,84	12,33	17,62	25,52	21,48	20,77	27,85
% BNDES-exim no total dos repasses	20,31	19,23	28,81	42,94	20,95	22,52	15,9
Banco do Brasil							
Desembolsos BNDES-exim indireto	396.976	750.038	2.261.640	2.751.185	2.561.082	3.765.191	878.394
% Total BNDES-exim indireto	7,08	14,20	30,97	28,09	36,82	38,91	46,43
% BNDES-exim no total dos repasses	23,89	24,63	55,38	53,6	39,04	41,37	25,88
Itaú							
Desembolsos BNDES-exim indireto	710.966	733.930	268.142	246.356	175.460	398.621	23.940

continua...

36 O Banco Santos S/A teve sua falência decretada em 20/09/2005.

continuação...

Agente repassador	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
% Total BNDES-exim indireto	12,69	13,9	3,67	2,52	2,52	4,12	1,27
% BNDES-exim no total dos repasses	43,15	40,17	14,12	16,42	8,01	11,78	1,83
Unibanco							
Desembolsos BNDES-exim indireto	708.784	857.571	1.306.820	798.407	559.595	644.434	0
% Total BNDES-exim indireto	12,65	16,24	17,89	8,15	8,04	6,66	0,00
% BNDES-exim no total dos repasses	52,73	52,37	51,04	31,97	13,35	13,41	0,00
Banco Real							
Desembolsos BNDES-exim indireto	162.440	71.189	208.836	375.122	42.860	30.314	0
% Total BNDES-exim indireto	2,90	1,35	2,86	3,83	0,62	0,31	0
% BNDES-exim no total dos repasses	33,30	10,96	24,66	28,03	2,95	1,70	0,00
Santander							
Desembolsos BNDES-exim indireto	310.340	397.122	250.743	1.103.467	293.076	345.964	4.659
% Total BNDES-exim indireto	5,54	7,52	3,43	11,27	4,21	3,58	0,25
% BNDES-exim no total dos repasses	69,12	44,73	29,94	57,27	16,65	23,18	0,91
Banco Votorantim							
Desembolsos BNDES-exim indireto	238.106	430.893	780.372	855.054	854.733	1.217.239	213.971
% Total BNDES-exim indireto	4,25	8,16	10,69	8,73	12,29	12,58	11,31
% BNDES-exim no total dos repasses	88,66	65,61	58,89	57,37	46,33	52,89	25,99

continua...

conclusão...

Agente repassador	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Banco Safra							
Desembolsos BNDES-exim indireto	718.478	585.999	158.538	225.727	22.384	16.952	0
% Total BNDES-exim indireto	12,82	11,10	2,17	2,31	0,32	0,18	0,00
% BNDES-exim no total dos repasses	53,66	40,08	12,52	13,41	1,00	0,95	0,00
HSBC							
Desembolsos BNDES-exim indireto	147.680	138.166	168.267	158.135	236.424	381.974	22.633
% Total BNDES-exim indireto	2,64	2,62	2,30	1,61	3,40	3,95	1,20
% BNDES-exim no total dos repasses	55,66	50,48	45,99	28,92	27,78	36,15	14,62

Fonte: Elaboração própria a partir de BNDES/AP/DEORÇ. Tabulação especial.
Nota: (1) Primeiro semestre.

6 Considerações Finais

O *funding* do ACC e do pré-pagamento de exportação, as principais fontes de financiamento das exportações brasileiras no período analisado, sofreu forte retração com a crise econômica internacional. Dessa forma, a dominância do ACC e do pré-pagamento no mercado tornou-se um problema no decorrer do ano de 2008.[37] A falta de recursos externos motivou algumas modificações importantes nesse segmento do mercado de crédito, com repercussões na operacionalização dos instrumentos disponíveis.

A principal mudança foi a entrada do Banco Central como provedor de *funding* para operações de ACC. Essa medida do governo consiste na concessão de linhas de empréstimos em moeda estrangeira a partir das reservas internacionais e condicionadas ao financiamento do comércio exterior. Os dólares são vendidos em leilões e os contratos de ACC e ACE são apresentados como garantia da operação pelas instituições financeiras. Entre outubro, quando iniciaram os leilões, e dezembro de 2008, o BCB disponibilizou US$ 4,68 bilhões para essas operações. Esse montante representou 44,8% do valor das operações de ACC do

37 "Volume diário de ACC despenca 64% na comparação com ritmo pré-crise" (JORNAL VALOR, 15 out. 2008).

mesmo período, o que evitou uma queda ainda maior dessas operações. Ou seja, quase a metade dos ACCs foi realizada com *funding* público.

Com a desvalorização cambial do segundo semestre de 2008, os exportadores ganharam pelo lado operacional, mas perderam em termos do "ganho cambial" proporcionado no amplo período de valorização da moeda brasileira, no qual era vantajoso o uso dos instrumentos de crédito à exportação para obtenção de ganhos com o adiantamento das receitas em dólar. Além disso, a incerteza quanto à trajetória da taxa de câmbio, proporcionada pela crise em curso, também condiciona negativamente a demanda e oferta de créditos dessa natureza. No que se refere à taxa de juros, as perspectivas de queda do diferencial de juros entre as taxas domésticas e as internacionais diminuem a atratividade do ACC por provocarem uma redução nas margens para arbitragem financeira.

A participação dos bancos privados nacionais no mercado de crédito à exportação cresceu no período entre 2003 e 2009. Esses bancos ganharam espaço nesse mercado devido, principalmente, à atuação do Bradesco, Itáu-Unibanco e Banco Votorantim. O Bradesco se destaca entre os bancos privados como líder de repasses do BNDES e nas operações de ACC. Já os bancos estrangeiros perderam participação relativa nesse mercado, sobretudo de 2007 para 2008, após a eclosão da crise internacional, que resultou numa situação de iliquidez no mercado interbancário internacional e, assim, de escassez de *funding* externo. Ou seja, a crise de liquidez no plano internacional gerou uma redução mais aguda dos financiamentos à exportação realizados pelos bancos estrangeiros, que, por conseguinte, perderam fatias de mercado para os bancos nacionais.

Esse conjunto de fatores gerou pelo menos dois desafios para os instrumentos públicos de crédito à exportação. Um primeiro desafio foi ajudar a suprir a ausência de *funding* externo atenuando o impacto da queda das operações de pré-pagamento e ACC no mercado de crédito à exportação. Nesse contexto, a crise impôs a necessidade de substituição das fontes externas por fontes internas. Um segundo desafio foi a readequação operacional dos instrumentos de financiamento às novas condições de demanda por crédito, geradas pelo novo ambiente macroeconômico.

O sistema público de financiamento às exportações enfrenta, igualmente, desafios estruturais, entre os quais a inadequação do *funding* (principalmente no caso do Proex, como destacado na seção 3) e das garantias. O pacote de estímulo às exportações lançado pelo governo no dia 5 de maio de 2010, além de incluir incentivos tributários e a criação de um sistema de preferências de compras governamentais para o produtor no país, procura amenizar esses problemas por meio de duas medidas voltadas para o aperfeiçoamento desse sistema. Em primeiro lugar, foi instituída a agência de financiamento do comércio exterior, Exim-Brasil (subsidiária do BNDES), que aproveitará a estrutura existente na área de Comércio

Exterior do BNDES, bem como a carteira de operações das linhas BNDES-Exim. Em segundo lugar, foi ampliado o sistema público de garantias, mediante a criação da Empresa Seguradora Brasileira, do Fundo Garantidor de Infra-Estrutura – FGIE (unificando a atuação dos fundos naval, de energia e de PPPs) e do Fundo Garantidor de Comércio Exterior (FGCE), que prestará garantia às operações do Exim-Brasil. Finalmente, vale destacar que o pacote pode contribuir para atenuar a perda de dinamismo das exportações brasileiras, embora não seja suficiente para neutralizar o efeito adverso da apreciação cambial sobre a sua competitividade.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Circular nº 2.632, de 16 de novembro de 1995*. Promove alterações no Regulamento de Câmbio de Exportação instituído pela Circular nº 2.231, de 25.09.92. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=Circ&ano=1995&numero=2632>. Acesso em: 7 jan. 2013.

BASILE, P. B. *Os efeitos da dinâmica cambial sobre os ganhos de arbitragem com ACCs e ativos domésticos*. 2006. Dissertação (Mestrado em Economia), Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006.

BERNADES, R. O caso Embraer- Privatização e transformação da gestão empresarial. *Cadernos de Gestão Tecnológica*, São Paulo: CYTED: PGT/USP, 2000.

BLUMENSCHEIN, F.; LEON, F. L. Uma análise do desempenho e da segmentação do sistema de crédito à exportação no Brasil. In PINHEIRO, A. C. et al. *O desafio das exportações*. Rio de Janeiro: BNDES, 2002.

BRASIL. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. *Circular nº 18, de 6 de março de 2009*. Alteração nas Condições de Financiamento. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/produtos/download/Circ018_09.pdf> Acesso em: 7 jan. 2013.

_____. Presidência da República. *Lei nº 7.738, de 9 de março de 1989*. Baixa normas complementares para execução da Lei nº 7.730, de 31 de janeiro de 1989, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7738.htm>. Acesso em: 7 jan. 2013.

CATERMOL, F."BNDES-Exim: 15 anos de apoio às exportações brasileiras. *Revista do BNDES*, v. 12, n. 24, p. 3-30, dez. 2005.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DAS INDÚSTRIAS - CNI. *Os problemas da empresa exportadora brasileira*. Brasília: CNI, 2008.

FREITAS, M. C. P. A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. *Revista Economia e Sociedade*, Campinas, n. 9, p. 51-84, jun. 1997.

GALVÃO, B.; CATERMOL, F. Exportações de serviços e o apoio do BNDES. *BNDES Setorial*, Rio de Janeiro, n. 28, p. 73-104, set. 2008.

LUCCHESI, C. Bancos estrangeiros reduzem oferta de crédito à exportação. *Valor Econômico*, 28 jun. 2008.

LUCHESI, C.; GALVÃO, A. Crédito à exportação volta com força e juro cobrado despenca. *Valor Econômico*, 5 ago. 2009.

LUCCHESI, C.; RIBEIRO, A. Exportador vende dólares e amplia valorização do real. *Valor Econômico*, 7 maio 2009.

LULA, E. Juro alto provoca queda do dólar, avalia economista. *Agência Brasil*, 9 jun. 2007.

MACIEL, M. Negócios estão paralisados em MT. *Diário de Cuiabá*, n. 12335, 5 fev. 2009.

PEREIRA, T. R.; MACIENTE, A. N. *Impactos dos mecanismos de financiamento (ACC e ACE) sobre a rentabilidade das exportações brasileiras*. Rio de Janeiro: IPEA, 2000. (Texto para Discussão, n. 722).

PINTO, M. A. et al. *A equalização de taxas de juros como instrumento de promoção das exportações brasileiras de bens de capital no período 1994–2005*. Rio de Janeiro: IPEA, 2008. (Textos para Discussão, n. 1).

PRATES, D.M. O desempenho recente das exportações: fatores reais versus financeiros. *Boletim Semestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica*, Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, n. 5, nov. 2004/abr. 2005. Suplemento 4.

VEIGA, P. M.; IGLESIAS, R. *A política de financiamento à exportação no Brasil*. REDIPEA/BID, 2000.

WORLD BANK. *Global Development Finance*. Washington, D.C: World Bank, 2008.

Recebido em: 19/07/2010.
Aceito em: 05/09/2012.