



Unidade de Política Econômica

Superávit na balança comercial e juros altos sustentam valorização do real

Brasília, abril de 2007

Superávit na balança comercial e juros altos sustentam valorização do real

No primeiro bimestre de 2007, o dólar foi negociado a R\$ 2,10, na média do período. Em 2006, a taxa de câmbio média foi de 2,18 R\$/US\$. O processo de valorização do real começou em 2003, quando o dólar era cotado a 3,08 R\$/US\$ na média do ano, passando a 2,93 R\$/US\$ em 2004 e 2,44 R\$/US\$ em 2005.

Entre 2003 e 2006, o poder de compra da moeda brasileira aumentou 44%, em termos reais, em relação ao dólar. No mesmo período, o real valorizou-se 31,4% em relação a uma cesta de moedas de países com que o Brasil mais transaciona.

Buscar as razões para a expressiva valorização do real é tema que suscita debates nesses últimos quatro anos. Há dois eixos de discussão predominantes, que são complementares e não-excludentes. O primeiro eixo atribui a valorização do real ao extraordinário desempenho das exportações brasileiras, com a manutenção de saldos comerciais superiores a US\$ 40 bilhões há dois anos. O segundo eixo atribui a valorização do real à entrada de capitais no Brasil, por conta da expressiva diferença das taxas de juros no Brasil e no exterior. Atualmente a taxa de juros Selic é de 13% ao ano, enquanto os juros básicos americanos, por exemplo, são de 5,25% ao ano.

Superávit comercial de US\$ 46 bilhões é o pilar que sustenta a valorização do real

Em 2006, as exportações brasileiras alcançaram US\$ 137,5 bilhões. Em 2003, totalizavam US\$ 73,1 bilhões. As receitas de exportações cresceram a um ritmo médio de 23% ao ano nesse período. Embora as importações tenham crescido em ritmo próximo ao das exportações (24% ao ano, entre 2003 e 2006), o superávit da balança comercial expandiu-se de US\$ 25 bilhões em 2003 para US\$ 46 bilhões em 2006.

Esse saldo comercial foi mais do que suficiente para suprir as necessidades de financiamento externo. O superávit no saldo de transações correntes do Brasil com o resto do mundo atingiu US\$ 13,5 bilhões em 2006 (algo próximo de 1,5% do PIB).

O superávit na conta corrente proporcionou uma melhora nos indicadores de vulnerabilidade externa do País. Entre 1998 e 2001, não só havia déficit na balança de transações correntes, como esse déficit superava 4% do PIB. Nos últimos quatro anos, a economia brasileira alterou profundamente o seu perfil: passou de consumidor líquido de bens e serviços do resto do mundo e tornou-se poupador líquido, ou seja, produz e envia mais bens e serviços ao exterior do que consome bens e serviços do exterior.

Demanda externa deve manter-se forte neste ano, sustentando continuidade da valorização do real

As receitas de exportação e o saldo da balança comercial cresceram, não obstante a valorização do real e seu impacto negativo sobre a rentabilidade das exportações. O crescimento das exportações deve-se ao crescimento da demanda internacional por produtos que constam da pauta de exportações do Brasil, sustentando a alta nos preços dos bens exportáveis.

Algumas mercadorias com peso relevante na pauta de exportações brasileiras – como minério de ferro, produtos metalúrgicos, derivados do petróleo, álcool, açúcar e café – tiveram seus preços elevados em mais de 20% ao ano nos últimos três anos. Esse efeito-preço positivo – que sustenta o crescimento das receitas de exportação – não deve se esgotar em 2007, o que gera perspectivas de manutenção do saldo para a balança comercial acima dos US\$ 40 bilhões e, logo, de continuidade da valorização do real.

Redução da vulnerabilidade externa estimula entrada de divisas para investimento

A pressão no mercado de divisas não ocorre apenas por meio de intercâmbio comercial. Parte relevante dos recursos externos chega ao Brasil por meio de investimento. Em 2006, a conta financeira foi superavitária em US\$ 16,4 bilhões, apesar da saída líquida de US\$ 8,5 bilhões em investimento direto. Os investimentos, em 2006, concentraram-se: a) na compra de ações em bolsa de valores (US\$ 7,7 bilhões); e b) em uma variedade de formas – créditos comerciais, empréstimos, depósitos, entre outros – que foram agrupadas pelo Banco Central na rubrica “Outros investimentos”, com registro de entrada líquida de US\$ 15,9 bilhões.

Ao longo desta década, assistiu-se à redução da vulnerabilidade das contas externas brasileiras, o que estimula a entrada de aplicações financeiras. O valor da dívida externa líquida brasileira era aproximadamente três vezes maior que o das exportações em 2001. Cinco anos depois, tornou-se metade do valor das exportações. Além disso, em 2001, a soma dos pagamentos de juros e amortizações da dívida externa representava 85% das receitas de exportação. Em 2006, representou 51% (dados de setembro de 2006). O índice de risco-país (EMBI⁺ da J.P. Morgan) está em queda desde 2003: atingiu 170 pontos em fevereiro de 2007, contra uma média de 237 pontos em 2006 e 400 pontos em 2005. Em suma: parte da valorização deve-se também ao sucesso na superação da fragilidade externa.

Atratividade dos ativos não cedeu com a redução dos juros no Brasil

Não obstante a menor vulnerabilidade das contas externas brasileiras e a manutenção das taxas de inflação atual e futura – pelo IPCA – abaixo da meta estabelecida pelo governo, as taxas de juros, embora cadentes, permanecem muito altas para os padrões internacionais.

Confederação Nacional da Indústria

Entre 2003 e 2006, a taxa anual média de juros Selic recuou 8 pontos percentuais – de 23,4% a.a. para 15,3% a.a.. No mesmo período, porém, a inflação também cedeu significativamente, caindo de 9,3% para 3,1%. O risco-país recuou de 837 pontos (média do ano de 2003) para 237 pontos (média de 2006). A par disso, formou-se nesse período um superávit comercial muito expressivo, que levou à valorização do real – aumentando a taxa de retorno da aplicação, expressa em dólares.

Em síntese, a redução dos juros, embora expressiva, não alterou a atratividade dos ativos brasileiros: pelo contrário, os ativos brasileiros continuam pelo menos tão atrativos como nos anos anteriores.

Arbitragem de investidores estrangeiros pressiona taxa de câmbio

Além dos superávits da balança comercial e da conta financeira, há outra fonte de pressão para a valorização do real, que é o crescimento das operações conhecidas como NDF (*Non-Deliverable Forward*) – contratos futuros de balcão, negociados no exterior. As NDF's permitem que fundos internacionais adquiram posições vendidas em dólar e compradas em real. Sem registro no Banco Central, as estimativas de volume dessas operações não são oficiais; em todo caso, operadores do mercado financeiro acreditam que o volume já superasse o patamar de US\$ 70 bilhões ao final de 2005. O fato é que elas constituem profecias auto-realizáveis: apostas cada vez maiores de novas quedas do dólar acabam por causá-las, de fato.

A estratégia do Banco Central: compra de divisas para frear valorização do real

O Banco Central vem adotando essencialmente dois instrumentos, com o intuito de conter o ímpeto da valorização do real e reduzir a volatilidade do câmbio: a compra de divisas no mercado à vista – utilizada mais intensamente a partir do segundo semestre de 2006 – e a colocação dos chamados *Swaps* Cambiais Reversos – instrumentos que têm o efeito de compra de dólares no mercado futuro. Na prática, esse segundo recurso envolve uma troca (no inglês, “*swap*”) de riscos e rentabilidade entre as duas partes: o Banco Central oferece a remuneração da Selic sobre um determinado volume de recursos, em troca de um compromisso dos investidores em pagar ao Banco Central a variação cambial. Com isso, cria-se o mencionado efeito de compra de divisas no mercado futuro.

É preciso destacar que a opção do Banco Central é frear a valorização do real e não revertê-la. Até porque o Banco Central não tem como fazê-lo, por duas razões, em especial: em primeiro lugar, a tendência de valorização do real é uma resposta ao aumento da demanda internacional por bens exportáveis pelo Brasil e à redução da fragilidade das contas externas; em segundo lugar, a compra de dólares é uma despesa cara no Brasil, por causa dos juros altos.

Apenas em 2006, houve um aumento de US\$ 32,0 bilhões no volume de reservas internacionais brasileiras. Ou seja, cerca de 70% do saldo da Balança Comercial brasileira foi comprado pelo Banco Central. Esse comportamento mais intervencionista do Banco Central é recente: nos anos anteriores,

Confederação Nacional da Indústria

apesar do forte superávit na balança comercial, não se observou variação expressiva das reservas internacionais.

As compras de divisas feitas pelo Banco Central no mercado à vista certamente impediram que o real se valorizasse a um ritmo ainda maior em 2006. Mais do que isso, essas compras reduziram a volatilidade do câmbio. Essa política tem, entretanto, um efeito colateral: os investidores percebem esse comportamento do Banco Central e apostam na continuidade da conduta do Banco Central de apenas reduzir a volatilidade e a intensidade da valorização do câmbio – sem, contudo, reverter a tendência.

Forma-se, portanto, uma situação em que o investimento no Brasil é rentável (os juros são altos e o real valoriza-se) e de baixo risco (pequena volatilidade da taxa de câmbio). Nesse contexto, estimula-se a entrada de recursos via investimento, mas sobretudo, aumenta as operações de NDF. Por esse motivo, um número cada vez maior de analistas defende que o Banco Central passe a utilizar, de maneira mais vigorosa, a colocação de *Swaps* cambiais reversos – o que pode desestimular uma parte das especulações no mercado futuro. Em todo caso, ambas medidas podem ser consideradas paliativas: é preciso combiná-las com uma estratégia mais ousada na condução da política monetária.

E se o Banco Central não intervir?

Mas, se o Banco Central não interviesse, o que aconteceria com a taxa de câmbio? O real provavelmente se valorizaria ainda mais. Estudo recente do Morgan Stanley calcula que, não fosse a interferência do Banco Central, a taxa de câmbio estaria próxima de 1,54 R\$/US\$.

O impacto de tamanha valorização do real sobre a atividade econômica seria muito forte. Num primeiro momento, haveria desestímulo à exportação e um forte aumento das importações. A produção interna possivelmente declinaria, com impacto sobre o emprego e a renda familiar. Nesse cenário, reduz-se fortemente o superávit comercial, o que abre espaço para uma trajetória de desvalorização num segundo momento. Cresceria, portanto, a volatilidade do câmbio, com impacto negativo sobre o investimento. A par disso, criaria oscilações indesejadas na atividade econômica. Trata-se de uma opção não-desejável.

Banco Central deveria reduzir os juros mais celeremente

A tendência de valorização da moeda doméstica deve se prolongar por muito mais tempo, até porque não há sinais de reversão da forte demanda internacional por produtos exportados pelo Brasil. Mantida a situação atual – o Banco Central mantém os juros altos, persiste na compra de divisas e reduz a volatilidade da taxa de câmbio – a tendência é de estímulo às operações de arbitragem, realimentando o processo de valorização do real.

Confederação Nacional da Indústria

Ressalte-se que apenas no dia 22 de fevereiro deste ano, com a cotação do dólar se aproximando dos R\$ 2,06, estima-se que o Banco Central tenha comprado US\$ 800 milhões no mercado à vista. E há perspectivas de que essas intervenções possam ser ainda maiores. Dois novos fatores poderão exigir maiores esforços para “frear” o processo de valorização cambial: a ascensão do etanol ao posto de cobiçada *commodity* internacional e o relaxamento da política monetária americana.

A opção viável é a intensificação da queda dos juros. E há condições reais para que essa queda ocorra: as taxas de inflação presente e futura estão abaixo de 4%, abaixo da meta de inflação de 2007, portanto. Com juros mais baixos, reduz-se o incentivo a operações de arbitragem. A redução dos juros age também em outras frentes: a) reduz o custo que o Banco Central incorre para comprar dólares, o que dá mais fôlego ao processo de acumulação de divisas; e principalmente b) contribui para a expansão da economia, com impactos significativos sobre as importações, reduzindo parte do superávit comercial, que é a principal base que sustenta a valorização do real.

Conclusão

Em síntese, há duas fontes principais de valorização do real: o forte saldo da balança comercial e a grande diferença entre as taxas de juros brasileiras e as do resto do mundo. O superávit comercial decorre, em boa medida, do aumento da demanda internacional por produtos que constam da pauta de exportações no Brasil. Essa fonte de valorização do real é externa, logo, há pouco espaço para interferência do governo a curto prazo.

Assim, a melhor alternativa para conter a valorização do real é reduzir a diferença entre os juros praticados no Brasil e no resto do mundo. E há condições para que o Banco Central reduza mais celeremente os juros: as taxas de inflação presente e futura estão abaixo de 4% ao ano; abaixo, portanto, da meta de inflação para 2007.

Com a queda mais célere da taxa de juros *Selic*, diminuiriam os estímulos à arbitragem com a moeda brasileira no mercado internacional. Isso porque a combinação de juros altos e expectativa de valorização do real formaram um ambiente muito rentável às aplicações financeiras no Brasil.

Ou seja, se no passado o país foi obrigado a acelerar o processo de elevação da taxa básica para conter a fuga de capitais, tudo indica que o oposto deveria ocorrer neste momento. Além disso, a queda dos juros estimularia tanto a produção como as importações, reduzindo-se, assim, um pouco do saldo comercial, que é o pilar da valorização do real.