

Relações internacionais

Algumas reflexões sobre a valorização cambial

Teresinha da Silva Bello*

Economista da FEE.

Artigo recebido em 14 set. 2005.

Introdução

Desde meados de 2004, o real vem valorizando-se não só frente ao dólar como em relação à cesta das 13 moedas mais importantes na corrente de comércio do País¹ e, segundo a Fundação Centro de Estudos de Comércio Exterior (Funcex), em julho deste ano, atingiu a maior valorização em relação à cesta de moedas. O câmbio é considerado um dos mais importantes preços macroeconômicos, sendo determinante não só do comportamento da balança comercial (BC), mas de todo o balanço de pagamentos (BP), além de manter relação com os salários reais, com o consumo, com a poupança interna e com o investimento, influenciando também nos níveis de inflação. Daí a atenção que deve ser dada aos níveis de valorização alcançados pelo real.

O objetivo deste texto é levantar alguns aspectos ainda pouco abordados dos efeitos de uma valorização cambial sobre a economia brasileira. Diferentemente do período 1995-98, quando violentos choques externos, aliados a um forte déficit nas contas externas, levaram a uma sucessão de crises econômicas no País, a valorização cambial da atualidade tem se deparado com um cenário favorável, tanto comercial quanto financeiro, desde 2003, o que tem limitado os efeitos danosos observados nos primeiros anos do Plano Real sobre o BP.

Por que o real está valorizado?

Não tanto os bons fundamentos da economia brasileira, mas muito mais um fato concreto vem mantendo o dólar em baixa: o excesso de oferta da moeda norte-americana no mercado, resultado não apenas da BC, como também dos altos juros internos e da liquidez internacional, com o Risco-País mantendo-se relativamente baixo — inferior a 500 pontos — e próximo dos níveis registrados no início de 1997, considerado a melhor fase do real, antes da eclosão das crises cambiais da Ásia e da Rússia e do próprio Brasil. E, quanto mais baixo o risco, menores as expectativas do mercado de que o Governo e as empresas brasileiras deixem de honrar seus compromissos com o exterior e menores os custos para levantar empréstimos no mercado financeiro internacional, o que resulta em mais um estímulo à entrada de dólares no País.

Embora com menos intensidade, também o movimento do dólar no mercado internacional, perdendo valor em relação a várias moedas, tem influenciado a queda da moeda norte-americana em relação à brasileira. Mas os altos juros internos, a BC positiva e a alta liquidez internacional têm contribuído para que o real se valorize também em relação a outras moedas, como o euro. Apesar de a valorização cambial frente às moedas fortes não ser um caso típico do Brasil — vários países emergentes têm apresentado o mesmo comportamento —, o real foi o que mais teve apreciação, se comparado com as moedas da Índia, da Rússia, do México, da Turquia, do Chile e da Argentina (Borges, 2005). Não obstante as taxas de juros nos países emergentes também serem mais elevadas em relação aos juros praticados nos países desenvolvidos, é no Brasil que se encontram as maiores taxas de juros reais, em torno de 14% ao ano. Enquanto isso, tanto nos Estados Unidos quanto na Europa, os

* A autora agradece os colegas Sônia Unikowsky Teruchkin, Enéas de Souza e Martinho Lazzari pelos comentários e sugestões apresentados em leitura preliminar.

¹ Na cesta de moedas, estas são ponderadas pela participação média do respectivo país na corrente de comércio brasileira (exportação mais importação), e os respectivos vetores de ponderação atuais são: Estados Unidos (35,6), Argentina (16,3), Alemanha (9,6), Japão (7,0), Itália (5,6), França (4,9), Holanda (4,6), Reino Unido (3,8), México (3,4), Bélgica (3,1), Chile (3,0), Uruguai (1,6) e Paraguai (1,5) (B. Com. Ext., 2005).

juros continuam desestimulando a atração de capital externo.

Mesmo que o Federal Reserve Bank (o Banco Central dos EUA) tenha fixado a taxa básica, nos EUA, no maior patamar em quase quatro anos (3,5% ao ano), ainda assim, os especialistas consideram-na abaixo do que definem como “ponto neutro”. Ou seja, capaz de impulsionar a economia ao invés de contê-la, visto estar muito próxima da taxa de inflação, o que faz a taxa de juros real nos EUA ainda se manter baixa, desestimulando as aplicações internacionais em seu território. Na Europa, o Banco Central Europeu mantém sua taxa de juros em 2% há dois anos, e o Banco da Inglaterra (o Banco Central inglês) baixou sua taxa de juros de 4,75% para 4,5% ao ano, com vistas a estimular o consumo doméstico e o investimento. No Japão, as taxas de juros também têm-se mantido em baixa. Com isso, mantêm-se a liquidez internacional e o fluxo de recursos financeiros para os países emergentes.

Como forma de compensar o câmbio baixo, muitos exportadores estão utilizando o mercado financeiro para contrabalançar a queda de rentabilidade em suas exportações, já que o juro alto tem estimulado operações de arbitragem. Empresas com dólares a receber vêm antecipando a liquidação através de Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC) e aplicando os reais obtidos no mercado financeiro interno, compensando a perda cambial e, com isso, também alimentando a entrada de dólares no País. Assim, há um descompasso entre as exportações contratadas e as físicas, pois, de acordo com o Banco Central (Bacen), de janeiro a julho de 2005, o câmbio contratado nas operações de exportação superou em US\$ 2,7 bilhões o valor das exportações efetivamente realizadas, enquanto, no mesmo período de 2004, essa diferença foi de US\$ 1,2 bilhão (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2005).

O fluxo de moeda estrangeira para o Brasil tem sido tão grande que nem as compras de dólares pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central têm conseguido alterar a valorização do real. Enquanto o Bacen atua no mercado cambial como autoridade monetária, comprando ou vendendo moeda estrangeira de acordo com as necessidades do BP e da manutenção do nível das reservas, o Tesouro Nacional é considerado um comprador como outro qualquer, comprando conforme a necessidade de quitar compromissos de sua dívida externa e levando em conta as oportunidades. Entretanto, de acordo com o Bacen, de agosto a dezembro de 2005, o Tesouro só poderá contratar, aproximadamente, US\$ 3,5 bilhões,

valor equivalente aos compromissos da dívida externa que ainda faltam ser liquidados neste ano.²

Em relação à intervenção governamental no mercado de câmbio, é importante destacar que tais operações teriam forte implicação sobre o endividamento interno do Governo, o que limitaria sua capacidade de atuação. Embora, na teoria, a capacidade do Bacen de intervir no câmbio seja ilimitada, na prática isso não ocorre, já que, para obter os reais com os quais compraria os dólares, teria de emitir títulos, pelos quais pagaria juros muito maiores do que receberia no mercado internacional ao aplicar os dólares adquiridos. Enquanto estes renderiam algo em torno de 2% a 3% ao ano, os reais custariam ao Governo 19,75% ao ano (taxa Selic atual), sob a forma da dívida pública. Além disso, se optasse pela emissão, ao jogar mais reais no mercado, teoricamente poderia aumentar a inflação, o que, considerando-se a política de controle de preços praticada pelo Governo, levaria a mais aumento nas taxas de juros. Ou seja, mesmo que queira aumentar as reservas internacionais do País, consideradas baixas quando comparadas com as de outros países emergentes (China e Rússia por exemplo), o custo é muito alto, devido às taxas internas de juros aqui praticadas. Assim, se, para a autoridade monetária, esperar pela reação do mercado, visando reverter a valorização do real, pode ter um custo (desestímulo às exportações e a novos investimentos), intervir comprando dólares também não sai de graça para o Governo e atinge diretamente a dívida pública.

Ao manter-se afastado do mercado cambial, o Governo não só evita aumentar seu endividamento, como pode estar usando novamente a âncora cambial para segurar a inflação, ao baratear as importações e todas as despesas relacionadas à remessa de moeda estrangeira para o exterior. Além disso, para alguns especialistas, ao manter o real forte, estar-se-ia criando um “colchão” que permitiria o enfraquecimento da moeda nacional, caso fosse criada uma situação de aversão ao risco internacional. Entretanto a inflação brasileira está mais atrelada aos preços administrados — os quais, por não serem bens comercializáveis com o exterior, praticamente não dependem do câmbio e podem ser

² “O Tesouro Nacional poderá contratar divisas no mercado de câmbio para liquidar o serviço da dívida (principal e juros) relativo a Clube de Paris e dívida velha (bônus *bradies* e *pré-bradies*), com vencimentos entre agosto e dezembro de 2005, cujo valor estimado é de US\$ 1.763 milhões. Adicionalmente, o Tesouro Nacional poderá contratar divisas para liquidar o serviço da dívida relativo a bônus com vencimentos entre agosto e dezembro de 2005, no valor de US\$ 1.764 milhões.”

substituídos por similares importados, como os serviços de energia, saneamento e telefonia — do que propriamente à demanda por bens importados. Ou seja, os contratos indexados seriam o maior problema da inflação, o que reduziria a importância do preço do dólar no controle da taxa inflacionária, embora não se possa negar o papel da valorização do real no controle de alguns preços, como ocorre com o trigo e o petróleo por exemplo. Caso não houvesse queda nos preços, pelo menos haveria crescimentos menores nos produtos *tradables*.

O ciclo de forte elevação dos preços em dólares das *commodities* observado a partir de 2001, juntamente com o aumento nos preços dos bens exportados em geral e com o crescimento das exportações mundiais, tem contrabalançado, em parte, a valorização do real para os exportadores e colaborado para a obtenção do saldo comercial, apesar do câmbio. Além de ser atribuído ao próprio excesso de liquidez da economia global, o aumento dos preços internacionais também é fruto da demanda aquecida nos Estados Unidos — cujo porte de sua economia é capaz de alterar os preços externos — e da entrada com mais força da China e da Índia no mercado de consumo mundial. Esses fatores também contribuíram para que o real se valorizasse, ao favorecerem a obtenção de superávits na BC brasileira, embora seja bom lembrar que:

“O espaço de tempo entre a valorização e a queda das exportações será maior quando a economia mundial estiver crescendo mais, pois os importadores poderão repassar o aumento para seus clientes. Mas se o aumento do preço foi causado por valorização do câmbio, sempre vai existir um produtor em um país que não está vivendo a mesma valorização cambial. No caso atual, de maio de 2004 a maio de 2005, o real experimentou valorização de mais de 20,91% frente ao dólar norte-americano, enquanto uma cesta de 16 países apresentou valorização média de apenas 7,64%, este diferencial de câmbio implicará um aumento de competitividade de produtores de outros países” (FEDERAÇÃO..., 2005).

Alguns efeitos da valorização cambial

Na cadeia produtiva

Caso a valorização do real se mantenha por um período mais longo, poderá ocorrer alguma desestruturação não só no setor exportador em si, mas na própria cadeia produtiva de alguns setores, já que não apenas os bens finais, mas também insumos e matérias-primas passariam a ser adquiridos lá fora, ao invés de serem fornecidos pela produção nacional. No caso brasileiro, uma análise dos índices de preços e de *quantum* das importações elaborado pela Funcex mostra que, no acumulado de 12 meses, até junho de 2005, à exceção dos combustíveis, cujo preço subiu mais do que as quantidades importadas, as demais categorias de uso registraram maior crescimento nos índices de *quantum* do que nos de preços. O maior aumento nos índices de *quantum* das importações ocorreu nos bens de consumo duráveis, seguidos dos bens de capital e dos bens intermediários (B. Com. Ext., 2005).

Quadro semelhante de substituição de produto nacional por importado já havia sido observado no período 1995-98, com estragos sobre as cadeias produtivas do País. A verdade é que, se a valorização do câmbio afeta as exportações no longo prazo, via perda de fôlego, nas importações a reação é mais rápida, já que os importadores, aproveitando o dólar baixo, se definem mais rapidamente em relação às suas compras. Inclusive os exportadores, na tentativa de segurarem a queda na rentabilidade das exportações, tanto quanto possível, passam a se abastecer de insumos e de matérias-primas no exterior, beneficiando-se ainda mais do *drawback*. Assim, as primeiras empresas a sofrerem os efeitos negativos da taxa cambial baixa são aquelas cuja mercadoria a ser exportada depende fundamentalmente de fornecedores nacionais. Tal é o caso dos produtos cuja fabricação é intensiva em mão-de-obra. Ou seja, mesmo entre os exportadores, a taxa de câmbio pode ser fator de maior ou menor importância para o sucesso de suas vendas ao exterior. Para aqueles setores que vêm incorporando vantagens de produtividade em relação aos seus concorrentes internacionais, o real valorizado terá um efeito negativo menor do que para aqueles cuja estrutura produtiva não permite reduzir custos via câmbio e que, ainda por cima, vêm reduzido o valor recebido em reais para cada dólar exportado, já que a valorização tem sido nominal e não apenas real.

Nos investimentos

Sob o ângulo dos investimentos, a valorização do câmbio pode favorecer a modernização do parque produtivo nacional, através de maior aquisição de máquinas e equipamentos no exterior. E tudo indica que isso já esteja ocorrendo no Brasil, já que a taxa de variação do *quantum* importado de bens de capital ficou atrás apenas daquela de bens de consumo duráveis, conforme já citado anteriormente. Essa opção, atualmente, está sendo favorecida não só pelo câmbio, mas também pelo financiamento externo abundante e a juros baixos e pela reduzida tarifa aduaneira para bens de capital. Por outro lado, alguns segmentos do setor exportador mais prejudicados pela cotação cambial podem optar por uma redução nos investimentos, repensando projetos centrados nas exportações. E um dos aspectos perversos dessas decisões é que seus efeitos somente serão sentidos no longo prazo, na expansão futura das exportações, devido ao tempo de maturação dos investimentos. O próprio Governo, na pessoa do Ministro do Desenvolvimento, já vem dando sinais de preocupação em relação a isso (Leo, 2005).

Ainda em relação aos investimentos, vale destacar que tem havido um aumento na ofensiva de companhias brasileiras no exterior, comprando empresas estrangeiras ou abrindo fábricas em outros países, fruto do estímulo à saída de capital decorrente do câmbio. Assim, de acordo com o Banco Central, de janeiro a julho de 2005, os investimentos brasileiros diretos líquidos no exterior somaram US\$ 2 bilhões, com crescimento de 33% em relação a igual período do ano anterior. Os investimentos em carteira feitos pelo Brasil nos primeiros sete meses de 2005 somaram US\$ 1,1 bilhão, valor 86% maior que de janeiro a julho de 2004. Já outros investimentos brasileiros no exterior apresentaram uma saída líquida de US\$ 5,9 bilhões de janeiro a julho de 2005, enquanto, em igual período de 2004, houve um repatriamento (entrada) líquido de US\$ 1 bilhão. Com isso, o Brasil, no passado, nunca registrou um nível tão elevado de saída de capitais brasileiros para o exterior, mesmo se levando em conta que, devido à valorização nominal de sua moeda, uma parte desse crescimento em 2005 se deve ao câmbio no momento da conversão de real para dólar. Isto porque, ao converter, como o preço do dólar está menor, se obtêm mais dólares na troca.

Do mesmo modo, o estoque de investimento externo direto no País, quando convertido para dólares, também sofre uma elevação, que, em parte, pode ser explicada pela menor taxa de câmbio nominal.

Na concentração de empresas exportadoras

Outro aspecto da atual valorização da moeda brasileira está relacionado com a diminuição do número total de empresas exportadoras desde março de 2005. A quantidade mensal das que saíram do mercado externo desde essa data tem sido maior que o número das que entraram, de acordo com levantamento feito pela Associação de Comércio Exterior do Brasil (AEB) (ASSOCIAÇÃO..., 2005). Em alta havia um ano, esse crescimento mensal foi interrompido a partir de março, embora o número total de empresas, no acumulado jan.-maio/05, ainda tenha sido maior que no mesmo período de 2004.

Analisando-se o número de empresas pela faixa de valor das exportações, observou-se que a redução só ocorreu para aquelas com vendas ao exterior de até US\$ 60 mil por ano, ou seja, micro, pequenas e médias (Grupo 3), sendo que as empresas do Grupo 1 (de US\$ 6 milhões para cima) e as do Grupo 2 (entre US\$ 60 mil e US\$ 6 milhões) tiveram elevação no número de empresas exportadoras, caracterizando uma concentração das vendas externas em empresas de maior porte. De acordo com a AEB, as empresas do Grupo 3 “(...) têm maior custo de produção e não possuem saúde financeira para continuar exportando com a taxa cambial vigente, que não proporciona rentabilidade financeira e muito menos competitividade comercial” (ASSOCIAÇÃO..., 2005). Afora os aspectos negativos internos dessa retirada do mercado exportador — o maior deles ligado à redução no emprego —, a concentração de empresas pode ter reflexos negativos também na vulnerabilidade externa do País, já que o volume e o valor das exportações dependeriam de um número menor de exportadores.

Além disso, entre as firmas que se retiraram, predominam aquelas ligadas a segmentos com forte presença de capital nacional, como calçados, confecções e móveis (FEITIÇO..., 2005). Tal fato também pode aumentar a vulnerabilidade, já que concentra ainda mais as exportações em mãos das empresas multinacionais, e sabe-se que as decisões de entrar ou não no mercado externo, de quanto e para quem vão exportar, por exemplo, na maioria das vezes, fazem parte de uma estratégia global dessas corporações. Ou seja, políticas internas levadas a termo pelo Brasil teriam influência menor nas tomadas de decisão, já que dependeriam, principalmente, do que fosse decidido pelas matrizes das multinacionais. A própria AEB mostrou preocupação com a saída de empresas pequenas do mercado externo:

“O quadro atual é contrário aos objetivos almejados para as exportações brasileiras, representados pela descentralização das exportações, mediante o fortalecimento e a expansão do número de micro, pequenas e médias empresas exportadoras” (ASSOCIAÇÃO..., 2005).

Na remessa de lucros e dividendos

Ainda em relação às empresas multinacionais, é importante destacar que um real fortalecido cria uma dicotomia: se, de um lado, a desvalorização do dólar reduz a rentabilidade e as oportunidades das exportações, de outro, facilita a remessa de lucros e dividendos, além de melhorar a apresentação de resultados no exterior, já que estes, em sua maioria, são expressos em dólares. A expansão das remessas de lucros e dividendos, em valores absolutos, no Brasil, não é um evento novo e já vem sendo observada há alguns anos, juntamente com o aumento dos investimentos externos diretos. Mas, com a retomada do crescimento econômico no País e a valorização cambial, esse incremento nas remessas vinha sendo atribuído à maior lucratividade das empresas e à antecipação de remessas de lucros e dividendos devido ao câmbio. Neste último caso, haveria o temor de uma retomada da desvalorização do real, o que até agora não ocorreu. Com a queda do preço do dólar em valores nominais, outro fator pode ser apresentado como causa de aumento dessas remessas: o real valorizado nominalmente faz com que os lucros auferidos em reais, nos balanços das empresas multinacionais aqui localizadas, quando medidos em dólares, fiquem maiores, à semelhança do que ocorre com o estoque de capital estrangeiro.

Assim, nos primeiros sete meses de 2005, as remessas líquidas de lucros e dividendos relativos aos investimentos diretos elevaram-se 75% em relação a jan.-jul./04. Já aquelas relativas aos investimentos em carteira tiveram um acréscimo de 53%. No total (remessas de lucros e dividendos de investimentos diretos mais remessa de lucros e dividendos de investimentos em carteira), até julho, o País enviou ao exterior US\$ 6,8 bilhões contra US\$ 4,1 bilhões nos primeiros sete meses de 2005 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2005).

Considerações finais

Os bons resultados nas transações correntes e especialmente os recordes que vêm sendo obtidos nas exportações podem levar à suposição de que a valorização do câmbio não tenha prejudicado o desempenho da BC e da economia em geral. Entretanto, não fosse o desestímulo às vendas externas, o País poderia estar beneficiando-se bem mais das oportunidades de um mercado externo em expansão. Desde 2003, as circunstâncias internacionais têm sido muito boas, quer no plano comercial, quer no financeiro: expansão na demanda externa, com aumento no preço das *commodities* exportadas pelo Brasil, e excelente liquidez internacional, favorecida pelos baixos juros praticados nos maiores mercados do mundo.

A dúvida que permanece é se todas essas circunstâncias se manterão nos próximos anos, devido, principalmente, ao risco representado pela situação financeira dos Estados Unidos. Assim, parece conveniente que o País não se descuide em termos de ajustamento externo e procure manter uma taxa de câmbio mais competitiva, direcionada ao estímulo às exportações e ao exercício de um relativo controle das importações de bens e serviços, evitando uma apreciação exagerada do real, como a que vem acontecendo desde 2004.

O fascínio pelo aumento do valor externo da moeda é grande: barateia a importação de bens e serviços, reduz o custo doméstico das dívidas em moeda estrangeira e favorece o combate à inflação. Talvez por isso, muitos governos, em época de grande liquidez internacional, deixem-se seduzir pela sobrevalorização cambial. Vale lembrar, porém, que não se conhece exemplo de país em desenvolvimento que tenha logrado crescimento econômico expressivo com taxa de câmbio valorizada, sem um forte setor externo e com exportações e reservas substanciais. Desse modo, parece ser consenso que, se o Brasil quiser crescer, dificilmente poderá fazê-lo mantendo a atual política cambial. Mesmo longe do que aconteceu com o câmbio em 1998, já que, à época, havia forte fuga de capitais, ainda resta a lembrança do que o País enfrentou — e até hoje enfrenta — como consequência dos desequilíbrios externos gerados pelo uso prolongado da âncora cambial.

A questão, então, é saber por quanto tempo poderá ser mantida essa política, sem causar danos expressivos à economia, especialmente para a indústria nacional, não só pela valorização, mas, mais do que isso, pela volatilidade do câmbio, já que o valor do dólar para daqui a 12 meses, no Brasil, é difícil de prever.

Enquanto isso, a autoridade monetária, talvez até pelo custo que a intervenção no câmbio pode acarretar aos cofres públicos, parece esperar por um ajuste clássico da taxa de câmbio, isto é, ao sabor das forças do mercado: quando os efeitos da valorização se fizerem sentir sobre a economia, aumentando a saída e reduzindo a entrada de dólares, os próprios agentes do mercado trocarão suas posições, invertendo a tendência. Enquanto essa reversão não ocorre, a internalização de dólares para conversão em real parece ser um dos melhores negócios do mundo em 2005. Resta saber se, em um prazo mais longo, será também um bom negócio para o País.

Referências

ASSOCIAÇÃO DE COMÉRCIO EXTERIOR DO BRASIL (AEB). **Reflexos da taxa de câmbio sobre as exportações**. São Paulo. Disponível em: <http://www.aeb.org.br/AEB-EmpresasExportadorasQtd> Acesso em: 27 jun. 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Nota para a imprensa — setor externo**. Brasília, 18 ago. 2005.

BOLETIM DO COMÉRCIO EXTERIOR. Rio de Janeiro: FUNCEX, v. 9, n. 7, jul. 2005.

BORGES, Ana. Real é o mais valorizado entre emergentes. **Jornal do Comércio**, Porto Alegre, p. 11, 06 jun. 2005.

FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DE SÃO PAULO (FIESP). **As sete quedas das exportações: o que a história nos ensina?** São Paulo. Disponível em: <http://www.fiesp.com.br/download/pesquisa/> Acesso em: 24 jun. 2005.

FEITIÇO cambial. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. A-2, 30 maio 2005.

LEO, Sérgio. Furlan admite que câmbio já prejudica negócios e ameaça o investimento. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A-3, 06 ago. 2005.