

Política econômica

Controvérsias sobre o “real forte” e seus efeitos*

André Luís Forti Scherer

André Luis Contri

Economista da FEE e Professor da PUCRS.

Economista da FEE e Professor da PUCRS.

No presente artigo, propõe-se realizar uma reflexão acerca das causas da valorização do real ao longo dos últimos três anos, bem como de algumas de suas consequências. Esse tema vem sendo debatido em várias publicações nacionais destinadas à análise da conjuntura¹ e tem ganhado maior importância, na medida em que essa valorização tem manifestado uma tendência de continuidade e aprofundamento. Busca-se, a partir daí, consolidar e aprofundar alguns pontos desse debate e, concomitantemente, determinar os possíveis limites para o processo de valorização pelo qual passa a moeda brasileira.

1 - O debate sobre os determinantes “internos” e “externos” da apreciação do real

Um dos pontos mais controversos do debate acerca das causas da apreciação cambial brasileira parte do contraste entre aqueles que defendem a primazia de fatores relacionados ao bom desempenho exportador da economia brasileira e aqueles que a relacionam à prevalência de fatores ligados ao crescimento da economia mundial. Trazer luz à essa controvérsia é de importância crucial para a compreensão das causas e dos limites da apreciação cambial que levaram ao que se chama “real forte”, sob o regime cambial flexível vigente na economia nacional, após 1999.

* Artigo recebido em 16 maio 2006.

¹ Mais especificamente, podem-se destacar as seções dedicadas à conjuntura externa dos **Boletins de Conjuntura** regularmente editados pelos Institutos de Economia da UFRJ e da Unicamp e, na FEE, o artigo **Algumas Reflexões Sobre a Valorização Cambial**, de autoria da colega Teresinha da Silva Bello, publicado na revista **Indicadores Econômicos FEE** (Bello, 2005).

Para tanto, é preciso ter-se em mente que, sob a espuma dessa controvérsia, que pode parecer, aos menos avisados, algo menor, se escondem, em realidade, duas visões distintas quanto ao funcionamento do “mundo econômico”. De um lado, a defenderem a primazia dos fatores relacionados ao desempenho exportador — os fatores “internos” do título desta seção —, estão aqueles que vêem a economia sob uma ótica produtivista, onde a competitividade externa é fator fundamental de desenvolvimento. Sob esse prisma, a taxa de câmbio, sob regime flutuante, é apenas um preço que equilibra conjuntamente os mercados externos, refletindo as disparidades produtivas e competitivas entre as economias nacional e internacional. Natural, então, que ela se aprecie em um momento em que existe a continuidade de saldos comerciais elevados na economia brasileira, os quais têm garantido persistentes saldos positivos em transações correntes desde 2003. Poder-se-ia, assim, resumir essa posição como aquela que admite a prevalência dos fatores ligados à conta corrente do balanço de pagamentos na determinação das flutuações cambiais, sendo estas reflexo da oferta e da demanda por divisas no mercado cambial. É interessante ter-se claro que a volatilidade cambial ganha contornos positivos sob essa ótica, pois ela nada mais é do que um processo de ajuste entre a competitividade nos mercados interno e externo.² Evidentemente, a defesa da atual política econômica brasileira e de seus resultados

² Essa proposição pode ser resumida pela frase muitas vezes repetida de que “O bom do câmbio flutuante é que ele flutua”. “Verdade” esta comprovada no cotidiano por todos aqueles que têm o custo de seus negócios com o exterior aumentado pela volatilidade excessiva da taxa de câmbio, que os obriga a contratarem sistematicamente *hedge* nos mercados cambiais futuros, repartindo seus ganhos com um sócio minoritário financeiro compulsoriamente presente em todas as suas transações sob risco de pesadas perdas. Isso sem lembrar os competidores da Ásia, onde, graças a pesadas intervenções governamentais, quase nunca o câmbio flutuante significa elevada volatilidade cambial.

encontra, aqui, um conjunto de argumentos que afirmam seus acertos, sendo a valorização cambial uma consequência e evidência desse mérito.³

Por outro lado, tem-se uma visão que se poderia caracterizar como de “prevalência de fatores relacionados à conta capital” na determinação das variações cambiais.⁴ Os aspectos ligados aos mercados financeiros, seja em relação aos diferenciais de taxas de juros nos mercados à vista, seja nas operações envolvendo os mercados cambiais futuros, ganham importância nessa explicação. A flutuação cambial é, aqui, espelho das posições e expectativas assumidas pelo mercado financeiro internacional, sendo a arbitragem e a possibilidade de ganhos de curto prazo um determinante das variações cambiais de maior importância que os fatores relacionados às transações correntes. A volatilidade cambial, aqui, reflete mais as variações nas expectativas dos mercados financeiros quanto ao direcionamento da taxa. Este busca ser antecipado através do compartimento “futuro” do mercado, a partir das operações com derivativos financeiros, descolando-se, assim, da noção de taxa de equilíbrio relacionada às operações ligadas à conta corrente. Ganham importância, na determinação da taxa cambial, fatores ligados à liquidez internacional e ao grau de aversão ao risco prevalente nos mercados internacionais de capitais. Nesse contexto, o “real forte” seria reflexo da favorável conjuntura externa vigente nesses mercados, a partir das baixas taxas de juros observadas no mercado norte-americano, desde meados de 2001.

Uma posição intermediária tem sido defendida mais recentemente, dadas a persistência inesperada e a amplitude da apreciação do real. Evidentemente, em um

contexto de aumento do saldo comercial concomitante ao elevado diferencial de juros de curto prazo em comparação com os vigentes nos mercados internacionais, a hipótese da complementaridade das duas explicações ganha força, tendo em vista a proporção tomada pelo fortalecimento do real. O atual Ministro da Fazenda, Guido Mantega, parece refletir, em recente entrevista à revista **Carta Capital**, essa nova tendência, ao admitir a importância do patamar elevado da taxa de juros para a apreciação cambial, sem deixar de ressaltar o êxito comercial brasileiro como fator que se soma — e até mesmo prepondera — ao primeiro nessa explicação.⁵

Parece correta a hipótese de que ambos os fatores têm contribuído para o “real forte”. Mas não se pode esquecer que os grandes determinantes do excelente desempenho comercial brasileiro e de sua resistência à apreciação cambial pertencem a duas ordens que não podem ser motivos de comemoração para os formuladores da política econômica brasileira. O primeiro diz respeito ao chamado “efeito-China”, que subverteu conjuntamente a histórica deterioração dos termos de troca que prejudicavam as *commodities* face aos produtos manufaturados, notadamente aqueles de maior conteúdo tecnológico. Embora tenha tido seu auge em 2003, esse movimento ainda permanece em seus efeitos, não apenas com a manutenção dos preços dos produtos primários em um patamar historicamente elevado, com a transmutação progressiva de alguns produtos manufaturados intensivos em mão-de-obra em novas *commodities* industriais, mas também com a expansão de redes de comercialização e de produção capitaneadas pelas grandes empresas multinacionais comerciais europeias e norte-americanas, que vêm deslocando, para a Ásia, grandes parcelas de suas encomendas de manufaturas de conteúdo tecnológico mais elevado. A pressão competitiva, assim exercida por essa “wallmartização” da produção manufatureira, tem contribuído para a redução dos preços desses produtos no mercado internacional, permitindo a manutenção de baixas taxas de inflação nos países centrais — notadamente nos Estados Unidos —, mesmo com a

³ O Economista Roberto Macedo, em artigo publicado no jornal **O Estado de São Paulo**, cita entrevista do Presidente do Banco Central do Brasil, na qual este defende que o principal responsável pela valorização cambial foi o forte aumento nas exportações brasileiras, seguido do comportamento positivo do investimento direto estrangeiro e, apenas secundariamente, dos investimentos financeiros. Essa posição reduz o papel da elevação dos juros para a valorização cambial (Macedo, 2005).

⁴ É importante observar-se que, embora tributários de operações financeiras, nem sempre movimentos que influenciam a taxa de câmbio podem ser encontrados diretamente nos registros da conta financeira do balanço de pagamentos. Operações realizadas em moeda estrangeira, em mercados futuros de Nova Iorque, têm como subjacente as variações de câmbio e juros futuros no Brasil, sem que envolvam entrada ou saída de divisas no País. Aqui, faz-se referência ao tão comentado mercado de derivativos Non-Deliverable Forward (NDF), cujas transações em volumes elevados repercutem no mercado à vista brasileiro, na medida em que vencem as “apostas”.

⁵ A resposta do Ministro Mantega, quando questionado sobre o patamar do câmbio e dos juros, começa por “(...) vocês concordam que a valorização do câmbio acontece também por causa do bom desempenho da balança comercial brasileira?” E segue, quanto à sobrevalorização do real, afirmando que “(...) é o somatório dos juros e do bom desempenho das exportações”, e, para concluir, asseverando a prevalência dos fatores internos na determinação da taxa de câmbio, “(...) hoje há um excesso de dólares pela eficiência do setor exportador” (Belluzzo; Pinheiro, 2006, p. 32).

continuada expansão do crédito e as baixas taxas de juros praticadas nesses países. Ou seja, grande parcela do excelente desempenho do setor exportador é também tributária de fatores externos, para os quais não são estranhas a elevada liquidez internacional e as baixas taxas de juros norte-americanas, que têm permitido o transbordamento de parte da liquidez internacional em financiamento da transferência da produção internacional em direção à Ásia, ao mesmo tempo em que os desequilíbrios em conta corrente estadunidenses são financiados pelos fluxos de capital originários dos países superavitários (dentre eles, inclusive, em pequeníssima parcela, o Brasil).⁶

O segundo fator que contribuiu para o bom desempenho comercial tem a ver com a fraqueza da demanda interna. Como tem sido lembrado com frequência, o crescimento do País tem sido bastante inferior à média mundial, embora apresente ligeiro avanço em relação à média dos anos da malfadada "era FHC". Neste ano, esse quadro se apresenta em reversão, com o crescimento das importações superando o incremento das exportações, já reflexo de um patamar cambial que inicia a pesar, de forma efetiva, sobre a *performance* do setor exportador brasileiro. Em contrapartida a esse mau desempenho relativo da economia brasileira, o mundo apresenta um comportamento inédito nos últimos 25 anos, com uma seqüência de bons resultados puxada pelo crescimento das economias asiática e norte-americana.

Essas considerações conduzem às seguintes conclusões. Em primeiro lugar, o bom desempenho comercial contribuiu efetivamente para a apreciação cambial, mas esse não é tributário em sua parcela mais importante de "acertos" de uma política econômica em nada diferente, em seu arcabouço, daquela gestada em 1999 e que conduziu o País à grave crise em 2002. A esse respeito, convém destacar que, em outros períodos, o real apresentou uma elevada valorização, sem o correspondente saldo positivo na balança comercial (Gráfico 1). Tampouco um improvável e imperceptível "choque de produtividade" teria elevado, de forma extraordinária, a competitividade do setor exportador da economia brasileira.

Em segundo lugar, a conjuntura econômica mundial, seja pelo lado de suas mudanças produtivas (efeito-China), seja pelo da excessiva liquidez vigente no mercado de capitais mundial — a qual permite e confor-

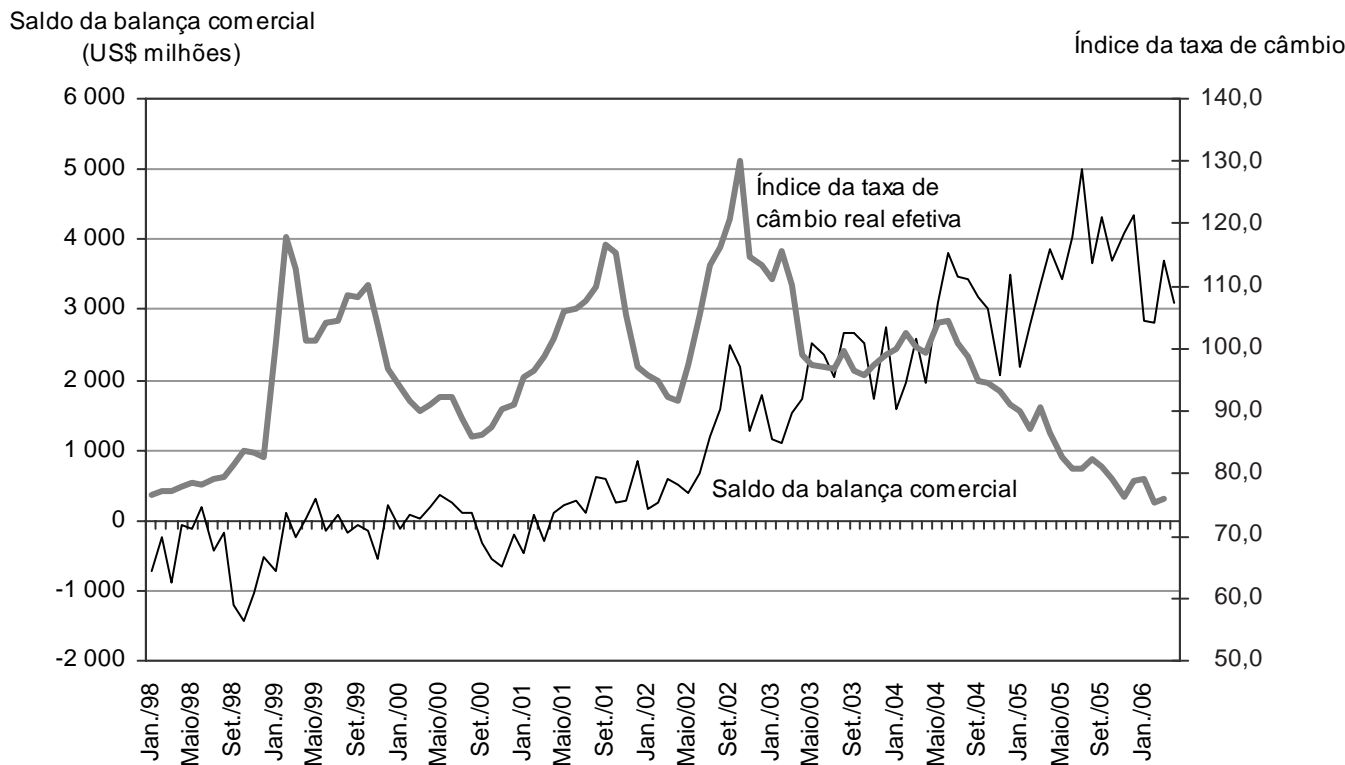
ma a primeira mudança em um movimento, cuja explicação extrapola, em muito, o escopo deste artigo —, parece determinar o ânimo e a direção da taxa cambial brasileira, cuja amplitude tem resistido até mesmo às significativas intervenções realizadas pelo Banco Central brasileiro. Em relação à explicação "oficial" avançada pelo atual Ministro da Fazenda, em sua entrevista anteriormente mencionada, a diferença está em que os movimentos de capitais, a arbitragem juros-câmbio nos mercados futuros e as mudanças na divisão internacional da produção e do trabalho determinam e contribuem para o excelente desempenho comercial da economia brasileira, o qual seria improvável sob outra conjuntura internacional. Ao mesmo tempo, tais fatores atraem capitais excedentes em busca de valorização nos mercados de títulos públicos e, até mesmo, de capital de risco, como demonstra o comportamento excepcional da bolsa de valores no Brasil, em 2005 e 2006 até o momento.⁷

⁶ Uma quantificação da origem geográfica do déficit estadunidense pode ser vista em Silva (2006).

⁷ Esboça-se já um movimento especulativo no mercado imobiliário brasileiro, a exemplo do que ocorreu nas economias desenvolvidas, a partir de uma provável redução na taxa real de juros da economia nacional. Esse comportamento tem sido "coordenado" por "investidores" estrangeiros, inclusive com a utilização, como sinalizador, da mídia econômica local. A crise japonesa e, mais recentemente, a asiática dão a dimensão dos riscos, para a economia nacional, de tais manobras especulativas envolvendo ativos reais.

Gráfico 1

Saldo da balança comercial e índice da taxa de câmbio real efetiva no Brasil — jan./98-abr./06



FONTE: Banco Central do Brasil.

2 - Os efeitos da apreciação cambial: algumas evidências empíricas

Esta seção tem por objetivo apresentar algumas evidências empíricas sobre os efeitos da profundidade da valorização cambial, sem, contudo, buscar captar toda a extensão dessas conseqüências.

Como é de conhecimento geral, a taxa de câmbio constitui-se num dos principais preços de uma economia. Dessa forma, seja por incentivar a concorrência externa, seja através dos preços dos insumos ou dos bens de consumo, oscilações no câmbio afetam diretamente o nível de preços domésticos. O sucesso do Plano Real em combater as elevadas taxas de inflação é um dos melhores exemplos desse fato. A análise da evolução da taxa de câmbio e dos preços domésticos brasileiros,

desde a implantação do Plano, ajuda a qualificar um pouco mais a relação entre esses dois preços.

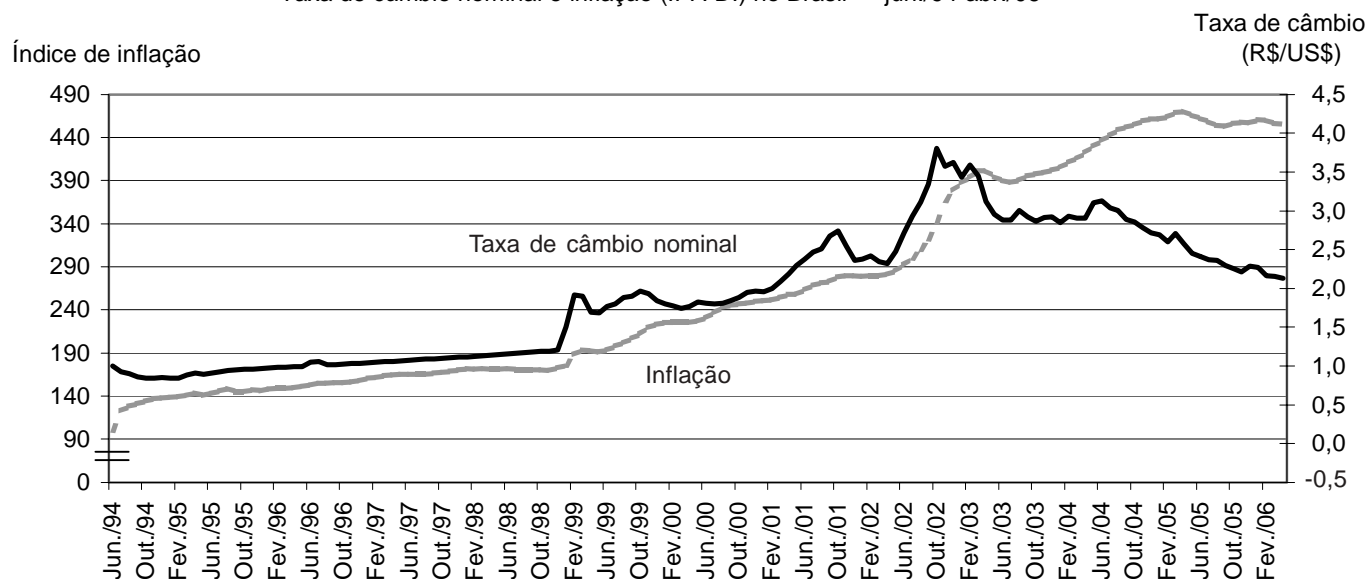
Conforme pode ser visualizado no Gráfico 2, taxa de câmbio e inflação mantiveram estreita correlação de 1994 até outubro de 2003. A partir de então, esses dois preços apresentaram um relativo descolamento. Esses fatos parecem demonstrar dois componentes importantes na relação câmbio/preços. Primeiramente, considera-se o componente inercial, que se apresenta após uma elevada desvalorização da moeda nacional. Mesmo com o retorno do câmbio a patamares menos elevados, as taxas de inflação continuam positivas. Em segundo lugar, há a rigidez para baixo dos preços domésticos. Tal fato fica mais evidente nos últimos dois anos: de junho de 2004 a abril de 2006, o real apresentou uma valorização de aproximadamente 47,0%. Foi somente a partir de abril de 2005 que o índice de preços no atacado estagnou. De fato, nos últimos 12 meses, o IPA-DI apresentou uma deflação de 3,14%.

A relação produtividade/saldo comercial/câmbio também tem sido objeto de discussão. Aqui, a própria causalidade da transmissão dos efeitos de uma valorização cambial não é clara. A apreciação cambial é freqüentemente citada como passível de estimular ganhos de produtividade, seja pelo aumento da competição, seja pelo barateamento de bens de capital e insumos importados. Cabe lembrar que, nesse segundo caso, as cadeias produtivas nacionais seriam negativamente afetadas. Considerando-se o período 2001-05, verifica-se que a indústria de transformação brasileira apresentou uma taxa média anual de crescimento da produtividade de 2,6%, sendo que, no biênio 2001-02, quando o saldo comercial se tornou crescentemente positivo, essa produtividade esteve praticamente estagnada (Gráfico 3).⁸ O mesmo ocorreu com a indústria extrativa no biênio 2002-03. Dificilmente se poderia argumentar que tais taxas de variação da produtividade colocariam a indústria brasileira em condições competitivas no cenário mundial.

Sobre as exportações e a produção, outros efeitos mais perversos começam a se explicitar. Se a valorização cambial atingiu fortemente os setores industriais intensivos em mão-de-obra, como têxtil e calçados, já a partir de 2004,⁹ o ano de 2006 pode marcar o início do cumprimento de ameaças que rondavam o setor. A indústria automotiva vem tendo a rentabilidade de suas exportações reduzida, o que vem suscitando, desde já, o tradicional movimento de pressão em busca de ajuda governamental, que ocorre cada vez que o setor enfrenta alguma dificuldade. É nesse contexto que deve ser entendido o anúncio, pela Volkswagen, de um plano de progressiva redução de seu quadro de trabalhadores no País, com a demissão de 5.773 funcionários até 2008. A principal justificativa apresentada pela empresa para essa decisão diz respeito ao aprofundamento e à persistência da valorização do real.

Gráfico 2

Taxa de câmbio nominal e inflação (IPA-DI) no Brasil — jun./94-abr./06



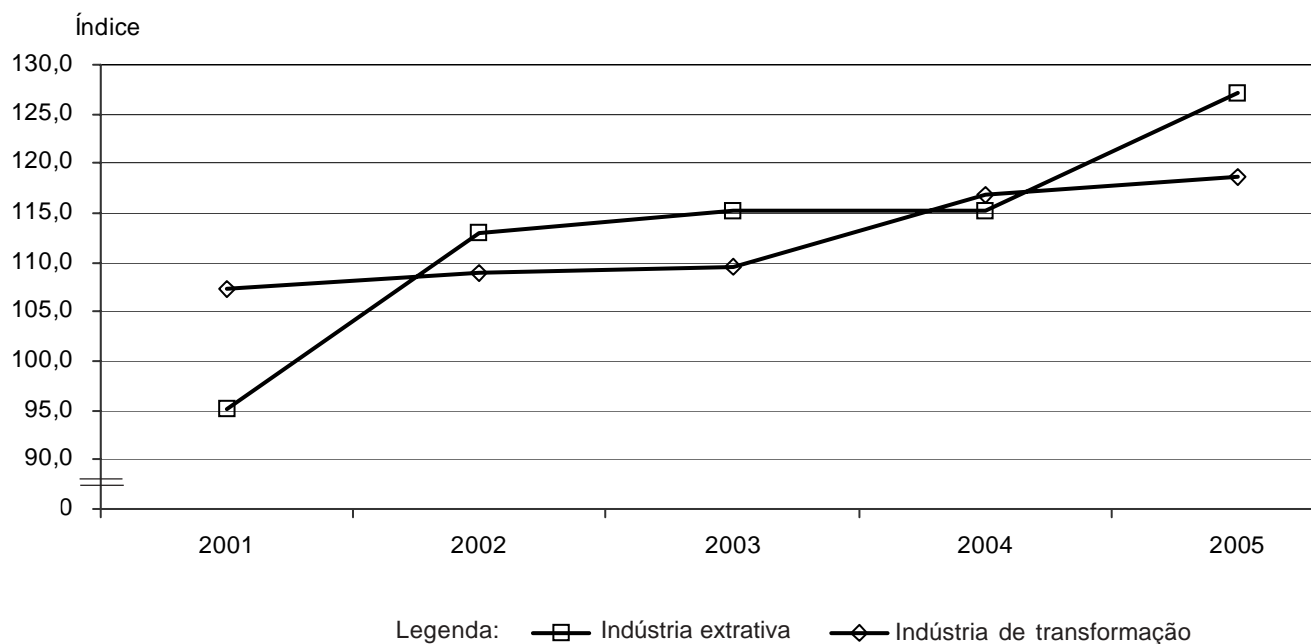
FONTE: Banco Central do Brasil.
FGV.

⁸ A produtividade foi calculada através da relação produção industrial/pessoal ocupado. Quando a produtividade é calculada através da relação produção/horas pagas, os resultados não são significativamente distintos.

⁹ Estudo da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), citado na revista **Carta Capital**, mostra que 4.038 empresas, principalmente de micro e de pequeno porte, deixaram de vender para o mercado externo em 2005, na comparação com o ano anterior (Pinheiro, 2006).

Gráfico 3

Índice da produtividade da indústria do Brasil — 2001-05



FONTE DOS DADOS BRUTOS: IBGE.

3 - Considerações finais

Neste artigo, analisaram-se algumas causas e alguns efeitos da valorização do real. Mostraram-se a amplitude do fenômeno e sua relação principal com o momento de elevada liquidez nos mercados internacionais de capitais, o qual, indiretamente, possibilita a aceleração da realocação da produção industrial em direção à Ásia e a elevação do crescimento do comércio internacional. Este, por sua vez, tem estimulado a manutenção dos preços dos produtos primários em um patamar historicamente superior à sua média, beneficiando os países exportadores de *commodities* agrícolas e minerais.

Conjuntamente à fraqueza do mercado interno, essa conformação do crescimento da economia mundial explica, em grande medida, a persistência de saldos comerciais elevados em um contexto de valorização cambial. Por outro lado, os juros elevados praticados internamente, em um contexto de livre fluxo de capitais, possibilitam uma pressão dos mercados futuros sobre o mercado à vista de câmbio, realimentando expectativas de alta da moeda nacional.

Uma possível reversão desse cenário pode ser vislumbrada a partir de duas vertentes não contraditórias. De um lado, a redução da taxa de juros interna poderia reduzir o interesse dos investidores estrangeiros que vêm progressivamente aumentando suas compras de títulos públicos a partir da liberalização de sua presença nesse mercado, ao mesmo tempo em que poderia reverter a direção das apostas futuras quanto à moeda nacional, trazendo pressões para uma desvalorização do real. Por outro, o aumento progressivo das taxas básicas nos EUA pode comprometer a liquidez da economia mundial, com efeitos sobre o crescimento da produção e do comércio e, conseqüentemente, do preço dos produtos primários nas bolsas internacionais.

É preciso sempre lembrar que, em caso de reversão abrupta da situação externa, a economia brasileira não estará ao abrigo de um novo ajuste recessivo como companheiro de uma desvalorização cambial abrupta. Esse é, portanto, um tema que tem de ser acompanhado com grande interesse pelas autoridades econômicas nacionais, na tentativa de buscar-se uma solução que permita uma depreciação gradual da moeda nacional. No entanto, mantidos os atuais cenários externo e interno, é

provável a manutenção do patamar de valorização real do câmbio.

Referências

BELLO, Teresinha da Silva. Algumas reflexões sobre a valorização cambial. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 33, n. 3, 2005.

BELLUZZO, Luís Gonzaga; PINHEIRO, Márcia. Mudança de foco. **Carta Capital**, ano 12, n. 392, p. 32-34, 10 maio 2006.

MACEDO, Roberto Meirelles. O câmbio e a política do BC. **O Estado de São Paulo**, 01 dez. 2005. Disponível em:

<http://clipping.planejamento.gov.br/Noticias.asp?NOTCod=236898>
Acesso em: 15 maio 2005.

PINHEIRO, Márcia. Um dólar que esfola. **Carta Capital**, ano 12, n. 393, p. 30-32, 17 maio 2006.

SILVA, Antonio Carlos Macedo e. A montanha em movimento: uma notícia sobre as transformações recentes da economia global. **Política Econômica em Foco**, Campinas, n. 7, nov. 2005/abr. 2006. Disponível em:

http://www.eco.unicamp.br/aspcrpts/boletim_cecon/boletim7
Acesso em: 15 maio 2006.