

# Sobrevalorização cambial: causas e efeitos\*

Teresinha da Silva Bello\*\*

Economista da FEE

## Introdução

Em 2002, o Brasil viu-se frente a uma crise de confiança decorrente tanto das incertezas quanto à política econômica que seria adotada pelo Governo Lula quanto do aumento da aversão ao risco em todo o mundo. Ou seja, o ataque especulativo de 2002 — com fugas maciças de ativos denominados em moeda nacional por parte de investidores estrangeiros — teve causas internas e externas.

Porém, ainda em 2003, a crise foi estancada, interna e externamente. E, a partir de então, o mundo entrou em uma fase longa de crescimento e de aumento da liquidez internacional, que, juntos, proporcionaram uma boa folga no balanço de pagamentos. Hoje, o Brasil sofre o oposto de um ataque especulativo, com os investidores externos buscando avidamente comprar ativos em reais.

E, desde meados de 2004, é a valorização persistente da moeda brasileira, com perda de rentabilidade das exportações, que vem desafiando os especialistas. Assim, algumas das perguntas que mais têm sido feitas aos economistas brasileiros são: por que o dólar está tão baixo e quais os efeitos dessa apreciação do real? O presente texto pretende responder, pelo menos parcialmente, a essas perguntas.

## Por que o dólar está tão baixo?

Não há uma causa única para explicar a atual queda do dólar. Além de ser ocasionada por uma combinação de fatores internos e externos do momento, é preciso destacar que parte da valorização cambial ocorrida ainda

em 2003 — quando teve início o processo — já era esperada, por tratar-se de uma correção da desvalorização provocada pela crise de confiança de 2002.

Em abril de 2007, em comparação com dezembro de 2003, em termos reais (deflacionado pelo IPA), o real já havia valorizado 33,3% em relação ao dólar e 28,1% em relação às 13 moedas com as quais o País mais negocia, enquanto as exportações já haviam perdido 16,7% de sua rentabilidade. Na Tabela 1, é possível observar a trajetória de valorização da moeda brasileira, bem como a queda na rentabilidade das exportações do País.

Internamente, o superávit da balança comercial tem sido apontado por muitos como o grande fator explicativo da valorização cambial. Entretanto o fator financeiro tem contribuído de maneira significativa para essa queda do dólar. Uma análise mais detalhada dos dados mostra que o movimento do câmbio comercial contratado pelos exportadores supera, de longe, o valor das exportações registradas na balança comercial, a qual indica o movimento físico das vendas, conforme pode ser visto na Tabela 2. Na ponta contrária, estão os importadores, com os contratos de câmbio registrando valores inferiores aos das importações registradas na balança comercial. Ou seja, enquanto os exportadores estão adiantando seus contratos de câmbio e, com isso, aumentando a oferta de moeda estrangeira, os importadores estão postergando a realização dos contratos cambiais correspondentes às suas compras externas, diminuindo a demanda por dólares no presente. Em grande parte, esse comportamento dos exportadores e dos importadores pode ser atribuído à arbitragem dos juros domésticos, bem mais elevados que os praticados no exterior, e à expectativa de que a moeda nacional continuará valorizando.

Ainda no embalo do diferencial de juros, cabe destaque para o aumento, no País, do saldo líquido dos investimentos estrangeiros em carteira, em especial no mercado de títulos de renda fixa, embora o mercado de ações também tenha captado muitos dólares nos primeiros quatro meses do ano, conforme mostrado na

\* Artigo recebido em 06 jul. 2007.

\*\* A autora agradece aos colegas Álvaro Antonio Garcia, Beky Moron de Macadar e Sônia Unikowsky Teruchkin as sugestões apresentadas após leitura preliminar e à estagiária Patrícia Lazzarotti Garcia a confecção das tabelas.  
E-mail: Tbello@fee.tche.br

Tabela 2. Além dos investimentos em carteira, a conta denominada Outros investimentos também registrou forte aumento.

Outro ponto a ressaltar é o grande crescimento dos investimentos externos diretos (IED) no País, o que também pressiona o dólar para baixo. Nesse aspecto, a apreciação cambial não tem afetado negativamente a vinda de IED, embora ocasione o encarecimento dos ativos em moeda local. Ocorre que a decisão para realizar IEDs é tomada, levando-se mais em conta o longo prazo. E a menor vulnerabilidade externa do País, aliada a melhores perspectivas para o desempenho da economia brasileira, pode estar favorecendo a previsibilidade no horizonte mais longo.

De janeiro a abril de 2007, o resultado líquido de IED com participação no capital foi um saldo positivo de US\$ 4,8 bilhões, resultado da entrada de US\$ 8,3 bilhões provenientes de capitais estrangeiros, frente a uma saída de US\$ 3,5 bilhões de investimentos brasileiros no exterior.

Mas os empréstimos intercompanhias, que também são registrados no balanço de pagamentos como IED, igualmente têm colaborado para a elevação dos dados sobre investimentos externos diretos no Brasil, embora muitos desses recursos sejam destinados à obtenção de ganhos com a arbitragem dos juros internos. Um olhar mais detalhado para a composição desses empréstimos no primeiro quadrimestre de 2007 mostra que são as empresas brasileiras com filial no exterior as grandes captadoras. No referido período, essas empresas proporcionaram uma entrada líquida de US\$ 6,2 bilhões. Já as empresas estrangeiras, no mesmo período, internalizaram no Brasil US\$ 1,8 bilhão (resultado líquido), sob a forma de empréstimo intercompanhias. Juntas, as empresas brasileiras e as estrangeiras captaram, sob essa rubrica, um saldo de US\$ 8,0 bilhões.

Do lado dos bancos, tem sido observado um aumento das posições “vendidas”<sup>1</sup> em relação ao câmbio, também buscando os benefícios dessa arbitragem dos juros internos. Exemplificando: somente em maio deste ano, o dólar teve uma queda nominal de 5,5% na sua cotação em relação ao real. “O investidor estrangeiro que carregou uma posição ‘vendida’ no mercado futuro de

dólar da BM&F, além desses 5,5%, embolsou também a variação da Selic no mês, de 1,028%. O ganho total foi de 6,8%” (Guimarães, 2007).

Externamente, também existem fatores que têm colaborado para a queda do dólar, principalmente o excesso de liquidez na economia mundial, um resultado dos desequilíbrios externos das contas dos Estados Unidos, aliados aos enormes superávits comerciais de outras economias, com especial destaque para o saldo comercial da China. Em realidade, os déficits externo e fiscal norte-americanos e os fortes superávits de outras economias vivem o que se poderia chamar de uma relação simbiótica, com parte desses superávits cobrindo parte dos déficits dos EUA, via aumento do endividamento externo norte-americano. Com isso, o dólar vem-se desvalorizando em comparação com outras moedas. Assim, pode-se dizer que esse é um fenômeno global diante do desequilíbrio das contas norte-americanas. O euro, por exemplo, vem ganhando valor em relação ao dólar, e alguns países da União Européia, como é o caso da França, já reclamaram ao Banco Central Europeu (BCE) pela perda de competitividade de suas economias. Até mesmo a China, que tradicionalmente opera com sua moeda desvalorizada, já manifestou alguma intenção de promover uma valorização do yuan, dado o elevado volume de suas reservas.

Em março de 2007, o Morgan Stanley estimou em US\$ 2,5 trilhões o total de recursos à disposição dos *sovereign wealth funds* (SWFs, ou fundos de riqueza soberana), “[...] esquemas montados para investir as crescentes reservas internacionais e poupanças de países que vão da Noruega à China” (Tassel; Chung, 2007). Ainda de acordo com a mesma fonte, essa cifra corresponde à metade das reservas oficiais brutas de todos os países. Para ter-se uma idéia do que representa esse volume de dinheiro circulando pelo mundo, cabe destacar que, ainda de acordo com os dois autores citados, o Plano Marshall, ajustado à inflação, corresponderia atualmente a algo em torno de US\$ 100 bilhões, e só as reservas da China giram em torno de US\$ 1,2 trilhão. O próprio Fundo Monetário Internacional (FMI) já alertou, recentemente, para os riscos de instituições do setor público, como os SWFs, atuarem como jogadoras nos mercados financeiros mundiais (Tassel; Chung, 2007).

Mas não só os bancos centrais dos países superavitários vêm despejando dinheiro no sistema financeiro internacional. Esse total de reservas corresponde a menos da décima parte dos ativos mundiais gerenciados por fundos convencionais

<sup>1</sup> A posição “vendida” representa uma quantidade de moeda que a instituição se compromete a vender, no futuro, a uma cotação predefinida. Ou seja, a manutenção de grandes posições vendidas costuma sinalizar que a expectativa dessa instituição é de queda de valor dessa moeda.

(previdência, seguros e fundos mútuos), que, ao fim de 2005, atingiram US\$ 55 trilhões, segundo a International Financial Services London (Tassel; Chung, 2007).<sup>2</sup>

Outros fatores também têm contribuído para aumentar a liquidez internacional. Dentre eles, podem ser citados o crescimento das economias asiáticas e os lucros das grandes corporações. As altas taxas de crescimento de muitos países asiáticos estão associadas a um padrão local de poupança que, normalmente, supera os 30% do PIB, o que contribui para o aumento da

liquidez. O mesmo efeito ocorre devido ao fato de que lucros crescentes de grandes corporações não estão sendo totalmente distribuídos ou reinvestidos na mesma proporção em que estão sendo gerados, ficando, pois, à procura de rentabilidade e pressionando em direção a uma maior liquidez internacional (Ming, 2007).

Tanta liquidez externa e taxas de juros internos tão atraentes têm carregado quantias expressivas de dólares para o Brasil, com efeitos positivos e negativos para a sua economia.

Tabela 1

Índices de taxa de câmbio real e efetiva real e de rentabilidade das exportações no Brasil — 2002/07

| PERÍODOS | R\$/US\$ (1) | R\$/CESTA DE 13 MOEDAS (1) | R\$/US\$ (2) | R\$/CESTA DE 13 MOEDAS (2) | EXPORTAÇÕES |
|----------|--------------|----------------------------|--------------|----------------------------|-------------|
| 2002     | 124,5        | 111,7                      | 113,7        | 101,7                      | 119,2       |
| 2003     | 104,4        | 101,5                      | 107,6        | 103,2                      | 104,9       |
| 2004     | 93,8         | 95,1                       | 98,9         | 99,2                       | 99,0        |
| 2005     | 78,2         | 79,9                       | 80,3         | 81,1                       | 87,9        |
| 2006     | 71,5         | 74,8                       | 72,1         | 73,4                       | 86,2        |
| Abr./07  | 66,7         | 71,9                       | 66,4         | 70,6                       | 83,3        |

FONTE: Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior.

NOTA 1. Os dados têm como base dez./03 = 100.

2. Índice da Taxa de Câmbio Real (R\$/US\$) é calculado com base na respectiva taxa de câmbio nominal média do mês (Bacen-Venda) corrigida de duas formas: (a) pela relação entre o correspondente índice de preços atacadista externo (US-Wholesale Prices) e o índice de preços atacadista doméstico (IPA-DI da FGV); (b) pela relação entre o correspondente índice de preços ao consumidor externo e o índice de preços ao consumidor doméstico (IPC-DI da FGV); o Índice da Taxa de Câmbio Efetiva Real (R\$/Cesta de 13 moedas) é calculado com base nas taxas de câmbio reais dos países que compõem a respectiva cesta, ponderadas pela participação média de cada país na corrente de comércio (exportação e importação) do Brasil. Os respectivos vetores de ponderação atuais são: Zona do Euro (29,3%), EUA (28,0%), Argentina (10,8%), China (7,7%), Japão (5,1%), México (3,9%), Chile (3,2%), Reino Unido (3,2%), Coreia do Sul (2,7%), Rússia (2,2%), Canadá (1,8%), Paraguai (1,1%) e Uruguai (1,0%).

(1) O deflator utilizado foi o IPA. (2) O deflator utilizado foi o IPC.

<sup>2</sup> A título de curiosidade e para efeito de comparação, vale dizer que, no Brasil, no primeiro quadrimestre de 2007, os ativos dos fundos de pensão brasileiros atingiram R\$ 395,7 bilhões, o equivalente a aproximadamente 16,6% do PIB do País (Ativos..., 2007). Em dólares, a uma taxa de R\$ 1,95 por dólar, esses ativos corresponderiam a aproximadamente US\$ 202,9 bilhões.

Tabela 2

Informações selecionadas sobre o setor externo e o mercado de câmbio no Brasil — 2006 e 2007

(US\$ milhões)

| DISCRIMINAÇÃO                                                | 2007         | 2006        |
|--------------------------------------------------------------|--------------|-------------|
| <b>Movimento de câmbio</b> (jan.-maio) .....                 | 32 803       | 23 747      |
| Comercial .....                                              | 34 198       | 21 767      |
| Exportação .....                                             | 68 992       | 51 111      |
| Importação .....                                             | 34 794       | 29 344      |
| Financeiro (1) .....                                         | -1 395       | 1 980       |
| Compras .....                                                | 104 614      | 69 188      |
| Vendas .....                                                 | 106 009      | 67 207      |
| <b>Balança comercial</b> (jan.-maio) .....                   | 16 769       | 15 335      |
| Exportações .....                                            | 60 013       | 49 466      |
| Importações .....                                            | 43 244       | 34 131      |
| <b>Investimentos em carteira</b> (líquido) (jan.-abr.) ..... | 14 682       | 1 179       |
| Ações .....                                                  | 5 005        | 2 486       |
| Títulos de renda fixa .....                                  | 9 677        | -1 307      |
| <b>Outros investimentos</b> (líquido) (jan.-abr.) (2) .....  | 3 235        | -2 507      |
| <b>Investimento direto</b> (líquido) (jan.-abr.) .....       | 12 824       | 1 273       |
| Participação no capital .....                                | 4 790        | -120        |
| Empréstimos intercompanhias .....                            | 8 034        | 1 393       |
| <b>Posição de câmbio dos bancos</b> (maio) .....             | (3) 15 790,3 | (4) 7 165,2 |

FONTES: Banco Central do Brasil.

(1) Exclui operações interbancárias e operações externas do Banco Central. (2) Registram créditos comerciais, empréstimos, moeda e depósitos, outros ativos e passivos e operações de regularização. (3) Posição vendida. (4) Posição comprada.

## Quais os efeitos da apreciação do real?

O efeito mais destacado da atual apreciação do real tem sido a perda de rentabilidade das exportações, aliada ao incentivo para o aumento das importações. Entretanto essa generalização pode conter algumas incorreções, já que nem todos os exportadores sofrem igualmente os efeitos do dólar desvalorizado. Para muitas empresas — a maioria multinacionais responsáveis por uma parcela substancial das exportações brasileiras —, a queda do dólar abaixo de R\$ 2,00 não tem sido um fator impeditivo para o aumento das exportações, pois essas empresas utilizam muitos componentes importados.

Já outras empresas têm buscado amenizar o impacto do câmbio através de programas agressivos de substituição de fornecedores nacionais por estrangeiros. Como ainda há uma certa capacidade ociosa na indústria nacional, a substituição de produção local por importados causa impacto negativo no nível de emprego e na

produção de insumos e matérias-primas produzidos internamente. Tal é o caso, por exemplo, de empresas produtoras de aparelhos celulares, de informática e de comunicação; de instrumentos médicos e óticos; de autopeças; e de produtos químicos. Os efeitos negativos desse comportamento, porém, não se limitam ao curto prazo, já que podem romper cadeias produtivas através do fechamento de unidades domésticas de fornecedores. E, se, em algum momento, essa apreciação cambial for revertida, os setores que ora estão importando vão querer voltar a se abastecer com os produtores nacionais, mas as fábricas antes aqui instaladas terão fechado.

Outras ainda, com melhor mobilidade, têm optado por instalar-se, parcial ou totalmente, fora do País, o que pode ser comprovado pelo aumento dos investimentos diretos externos de brasileiros no exterior, conforme atestam os registros do balanço de pagamentos.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> A Marcopolo, fabricante de carrocerias de ônibus, aumentou a produção em unidades no México, na África do Sul e na Colômbia, para enfrentar a concorrência. Além disso, reduziu a exportação de insumos e componentes brasileiros para essas unidades (Lage, 2007).

Outro segmento ligado à exportação que vem obtendo resultados positivos é o produtor de *commodities*. Mas, nesse caso, as causas desse bom desempenho estão além das fronteiras brasileiras e devem-se ao momento favorável registrado na economia mundial. Para muitas *commodities* exportadas pelo Brasil, apesar da queda na cotação do dólar em relação ao real, as exportações seguem fortes, graças aos aumentos de preços e de quantidades. Assim, o tão comemorado crescimento das vendas externas pelo Brasil pode ser explicado por um maior vigor no embarque de produtos básicos, como, por exemplo, minério de ferro, petróleo e soja, cujas demandas estão em alta, porque o mundo está em crescimento, enquanto a venda de produtos manufaturados brasileiros está em desaceleração (Tabela 3). Aqui vale salientar que o quadro não é mais grave porque as estatísticas de produtos manufaturados incluem *commodities* como açúcar, suco de laranja, café solúvel e etanol, por exemplo, e esse tipo de produto é o que tem dado sustentação ao crescimento dessa categoria de bens.

Já as empresas exportadoras com uso mais intensivo de mão-de-obra e/ou que utilizam insumos e matérias-primas nacionais são mais afetadas negativamente pela valorização cambial, por terem seus custos em real e suas receitas em dólar. Desse modo, os custos, quando convertidos para dólares, elevam-se, enquanto as receitas em real caem.<sup>4</sup> Nesse grupo, podem ser incluídas as exportações de calçados; de madeira; de vinhos; de papel e celulose; têxteis; e de vestuário. Algumas dessas empresas já cerraram as portas ou vão cerrar, o que também afeta o nível de emprego e o PIB.

A retirada de muitas empresas do mercado externo, dando mais ênfase à demanda doméstica, o fechamento e até mesmo a quebra de outras tantas, o deslocamento de firmas brasileiras para o exterior e o redirecionamento de novos projetos para outros países, no caso de empresas transnacionais, têm acarretado um aumento na concentração das exportações em um número menor

de empresas. Trata-se de uma conseqüência não desejável, já que exportações diluídas em um número maior de empresas aumentam a diversidade de produtos exportados e minimizam o risco de impactos negativos na balança comercial, em função de preços internacionais declinantes de produtos muito exportados. Isto porque um número menor de empresas aumenta a vulnerabilidade do País, devido à maior concentração das exportações em um número pequeno de grandes firmas.

Mas a valorização do real não acarreta apenas prejuízos, podendo trazer ganhos para alguns segmentos. O controle da inflação, especialmente para aqueles bens comercializáveis com o exterior, beneficia diretamente os consumidores, via redução nos preços dos bens de consumo importados, o que aumenta o poder de compra da população, pois corresponde a um acréscimo na renda. Entre aqueles bens que mais se têm beneficiado da ajuda do dólar barato estão os eletroeletrônicos e os produtos de informática (celulares, imagem e som, por exemplo), cujos preços estão se reduzindo no varejo, tanto pela acirrada concorrência dos produtos importados e pela forte renovação tecnológica existente nesses dois setores como pelo elevado percentual de componentes importados naqueles produtos fabricados internamente. No setor de alimentos, também tem-se observado queda de preços em alguns produtos de importação, como, por exemplo, em derivados de trigo (macarrão, massas), bacalhau e vinhos. Da mesma forma, a queda do dólar pode também favorecer a importação de máquinas e equipamentos, permitindo a modernização do parque produtivo nacional.

Outro aspecto positivo da valorização do real é o favorecimento às viagens ao exterior, não apenas de turistas, mas também para melhorar a capacitação profissional, tornando mais acessível a ida de estudantes para fazerem cursos de aperfeiçoamento fora do Brasil. Embora pouco explorado, esse aspecto da valorização do real deveria ser objeto de maior atenção por parte dos elaboradores da política educacional do País.

Mas, sem dúvida, o grande beneficiado tem sido o setor de aplicações financeiras, já que a apreciação do real, combinada com a maior taxa de juros do mundo, tem estimulado as operações de arbitragem no mercado financeiro por parte de investidores tanto estrangeiros quanto nacionais. Isto porque os aplicadores internalizam seus dólares, vendendo-os a uma determinada cotação, aplicam os reais obtidos no mercado financeiro e, ao final do processo, decorrido algum tempo, além de auferirem os ganhos financeiros, na hora da recompra ainda se beneficiam de um dólar cotado nominalmente a um preço mais baixo. Não só estrangeiros têm trazido

<sup>4</sup> Seja, por exemplo, uma empresa onde os custos de produção correspondam a R\$ 1.000,00, com uma taxa cambial de R\$ 3,00. Convertendo-se esses custos para a moeda norte-americana, ter-se-iam custos de produção da ordem de US\$ 333. Com o dólar valendo R\$ 2,00, os mesmos custos elevar-se-iam para US\$ 500, ou seja, um aumento nos custos em dólares em torno de 50%. E a mesma empresa, com receitas de US\$ 1.000 e com o dólar a R\$ 3,00, obteria R\$ 3.000. Com a moeda norte-americana caindo para R\$ 2,00, a receita dessa empresa, em reais, diminuiria para R\$ 2.000,00, com uma retração de aproximadamente 33,3%, ocasionando perdas de rentabilidade.

dólares para cá. Muitos aplicadores aqui instalados têm buscado esses recursos no exterior a juros mais baixos para aplicarem no Brasil a uma taxa de juros maior, em operação conhecida como *carry-trade*.<sup>5</sup>

Internamente, a queda nominal da cotação do dólar, aliada a uma alta taxa de juros internos, também favorece todos aqueles que têm dívidas em dólar, já que diminui a dívida em reais. Como decorrência, estimula o aumento do endividamento externo, especialmente de curto prazo. No caso brasileiro, embora a dívida externa de médio e longo prazo tenha caído no primeiro trimestre de 2007, em relação ao estoque de dezembro de 2006, a dívida de curto prazo elevou-se substancialmente, conforme pode ser visto na Tabela 4, principalmente por operações de contratos com bancos comerciais. Do mesmo modo, elevaram-se os empréstimos intercompanhias, conforme já referido anteriormente.

Outra consequência dessa liquidez externa e da valorização do real foi o aumento das reservas internacionais no Banco Central (Bacen), bem como a melhoria do endividamento externo, especialmente do setor público não financeiro. A compra de dólares pelo Bacen, na tentativa de segurar a queda do dólar, elevou substancialmente o nível das reservas e permitiu ao País resgatar parte de sua dívida externa. Assim, de acordo com os dados do Banco Central, a dívida externa, que, em dezembro de 2002, representava 41,8% do PIB, ao final de 2006, já era de apenas 16,2% do PIB.

Mesmo com toda essa redução, o nível das reservas internacionais não parou de subir, passando de US\$ 37,8 bilhões em dezembro de 2002 para US\$ 136,4 bilhões no final de maio de 2007, valor nunca antes alcançado na história econômica do País.

Tabela 3

Índices de preço e *quantum* das exportações totais e por classe de produtos no Brasil — 2002/07

| PERÍODOS | EXPORTAÇÕES TOTAIS |         | CLASSES DE PRODUTOS |         |                   |         |               |         |
|----------|--------------------|---------|---------------------|---------|-------------------|---------|---------------|---------|
|          |                    |         | Básicos             |         | Semimanufaturados |         | Manufaturados |         |
|          | Preço              | Quantum | Preço               | Quantum | Preço             | Quantum | Preço         | Quantum |
| 2002     | 77,9               | 162,3   | 65,5                | 217,6   | 74,9              | 139,0   | 82,8          | 150,8   |
| 2003     | 81,5               | 187,7   | 72,3                | 246,2   | 83,4              | 152,4   | 82,4          | 182,3   |
| 2004     | 90,3               | 223,8   | 85,6                | 280,1   | 95,5              | 163,4   | 87,2          | 229,8   |
| 2005     | 101,3              | 244,7   | 97,8                | 298,5   | 106,8             | 173,6   | 96,7          | 255,1   |
| 2006     | 113,9              | 252,8   | 106,9               | 316,5   | 126,1             | 179,7   | 108,6         | 260,5   |
| Abr./07  | 120,5              | 260,4   | 115,0               | 369,0   | 138,7             | 160,7   | 113,4         | 257,7   |

FONTE: Fundação Centro de Estudos do Comercio Exterior.

NOTA: Os dados têm como base a média do ano de 1996 = 100.

<sup>5</sup> Se um investidor estrangeiro, ou um investidor local, que tenha tomado recursos no exterior fizesse uma operação de internalização de recursos e comprasse títulos públicos federais há seis meses, o movimento lhe permitiria auferir bons lucros. Mil dólares, por exemplo, internalizados à taxa cambial então vigente de R\$ 2,20 representariam R\$ 2.200,00. Com seis meses de aplicação em títulos públicos, a operação geraria um lucro líquido da ordem de 5% (12,5% ao ano, menos impostos). Portanto, os R\$ 2.200,00 originalmente aplicados virariam, no resgate, R\$ 2.310,00, que, ao serem reconvertidos ao câmbio atual de R\$ 1,95, representariam US\$ 1.185, proporcionando um ganho de 18,5% em seis meses. Uma rentabilidade que exigiria uns quatro anos para ser obtida em títulos do Tesouro norte-americano (Lacerda, 2007).

Tabela 4

Dívida externa total, por devedor, no Brasil — dez./02-abr./07

(US\$ milhões)

| DISCRIMINAÇÃO                                                      | DEZ/02  | DEZ/03  | DEZ/04  | DEZ/05  | DEZ/06  | ABR/07  |
|--------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Dívida de médio e longo prazo</b> .....                         | 187 316 | 194 736 | 182 630 | 150 674 | 152 266 | 145 401 |
| Setor público não financeiro .....                                 | 110 310 | 119 785 | 114 712 | 87 567  | 76 263  | 73 787  |
| Setor privado e setor público financeiro .....                     | 77 005  | 74 950  | 67 918  | 63 107  | 76 003  | 71 615  |
| <b>Dívida de curto prazo</b> .....                                 | 23 395  | 20 194  | 18 744  | 18 776  | 20 192  | 37 439  |
| Setor público não financeiro .....                                 | 110     | 11      | 1       | 0       | 6       | 6       |
| Setor privado e setor público financeiro .....                     | 23 285  | 20 183  | 18 743  | 18 776  | 20 186  | 37 433  |
| <b>Dívida externa total</b> .....                                  | 210 711 | 214 930 | 201 374 | 169 450 | 172 459 | 182 840 |
| <b>Empréstimos intercompanhias</b> .....                           | 16 978  | 20 484  | 18 808  | 18 537  | 26 783  | 34 416  |
| <b>Dívida externa total mais empréstimos intercompanhias</b> ..... | 227 689 | 235 414 | 220 182 | 187 987 | 199 242 | 217 256 |

FONTE: Banco Central do Brasil.

## Considerações finais

Embora o saldo da balança comercial seja grande o suficiente para cobrir as outras despesas da conta de transações correntes, a causa principal da persistente valorização do real parece ser de origem financeira, resultado de uma combinação de elevada liquidez internacional com altas taxas de juros internos. Se é impossível para o Governo atuar sobre o excedente de moeda na economia mundial, é possível às autoridades econômicas controlarem os ganhos financeiros, colocando um freio nas arbitragens de juros, na compra de *swaps* reversos, na especulação com o câmbio, com derivativos, etc. Se a aversão ao risco por parte dos aplicadores estrangeiros está baixa devido ao excesso de liquidez, medidas internas mais eficazes do que as que foram adotadas até agora poderiam ser tomadas pelo Governo para segurar o fluxo de capitais, a começar pela queda mais acelerada da taxa Selic.

## Referências

ATIVOS dos fundos de pensão batem recorde. **Correio do Povo**, Porto Alegre, p. 13, 23 jun. 2007.

GUIMARÃES, Luiz Sérgio. "Vendido" em dólar ganha 6,6% em maio. **Valor Econômico**, São Paulo, p. C-2, 01 jun. 2007.

LACERDA, Antônio Correa de. Por que o câmbio é tão polêmico. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, p. A-3, 24 maio 2007.

LAGE, Janaína. Real forte leva indústria a importar item acabado. **Folha de São Paulo**, São Paulo. Disponível em: <<http://www.andima.com.br/clipping/210507/>>. Acesso em: 21 maio 2007.

MING, Celso. O peso do futuro. **O Estado de São Paulo**, São Paulo. Disponível em: <<http://www.andima.com.br/clipping/160307/index.html>>. Acesso em: 21 maio 2007.

TASSEL, Tony; CHUNG, Joanna. US\$ 2,5 tri correm o mundo atrás de retorno. **Valor Econômico**, São Paulo, p. C-12, 28 maio 2007.