

## Conta Financeira é Responsável por 96,6% da Entrada de Dólares em 2007

*Valorização Cambial não está relacionada ao “setor real” da economia*

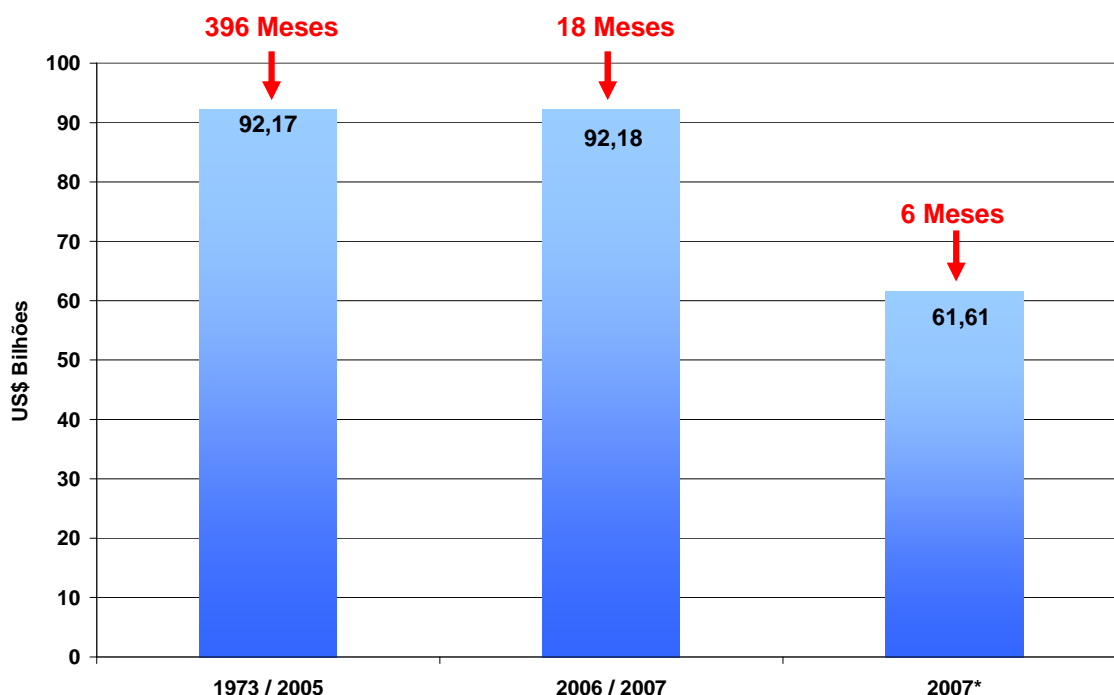
Diante da superoferta de dólares com a qual convive a economia brasileira, “a cotação do dólar perdeu o piso”, dizem os operadores de mercado nos últimos meses. Polarizados entre a euforia da Bolsa e o lamentar dos produtores, muitos acreditavam – ou queriam acreditar – que o fenômeno demoraria a repercutir no “lado real” da economia brasileira. De fato, ainda é cedo para afirmar, mas o crescimento das importações, em agosto, em ritmo quase três vezes superior ao das exportações brasileiras, é um presságio de transformações importantes na economia brasileira.

No mês de agosto de 2007 em relação ao mesmo mês em 2006, as vendas externas brasileiras expandiram-se 10,2% contra um aumento de 27,5% das importações. Alega-se, dentre outros fatores, que os atrasos no embarque da soja e os problemas no refino de petróleo foram umas das causas para a queda no ritmo das exportações de 15,8%,

no acumulado do ano, para 10,2%, em agosto. Do lado das importações, por sua vez, seriam a aceleração dos investimentos e o aquecimento da demanda interna no Natal os principais motivos da aceleração das compras externas.

Mas, colocada a questão sob a ótica setorial, o resultado da balança comercial de agosto ganha um aspecto mais circunstancial do que estrutural, escondendo os problemas de competitividade nas exportações causados pela apreciação cambial e pela superoferta de dólares. Em apenas 18 meses, somando o primeiro semestre de 2007 e todo o ano de 2006, entrou no Brasil um valor superior a todo o período correspondente entre 1973 e 2005, ou 396 meses. Em 33 anos, o Brasil teve saldo equivalente à US\$ 92,17 bilhões, contra US\$ 92,18 bilhões somente nos 18 meses analisados.

Saldo Acumulado do Balanço de Pagamentos Brasileiro



Diante do influxo de dólares sem precedentes no País (US\$ 61,6 bilhões só no primeiro semestre de 2007), muitos economistas têm se posicionado de maneira favorável ao aumento das importações. Alegam que a diminuição do saldo seria positiva para elevar a taxa de câmbio, o que por sua vez aumentaria a renda do setor exportador. Pressupõe-se, nesse argumento, que o superávit da balança comercial exerce o papel de *protagonista* na determinação da taxa de câmbio atual – o que em 2007 corresponde a um diagnóstico imperfeito.

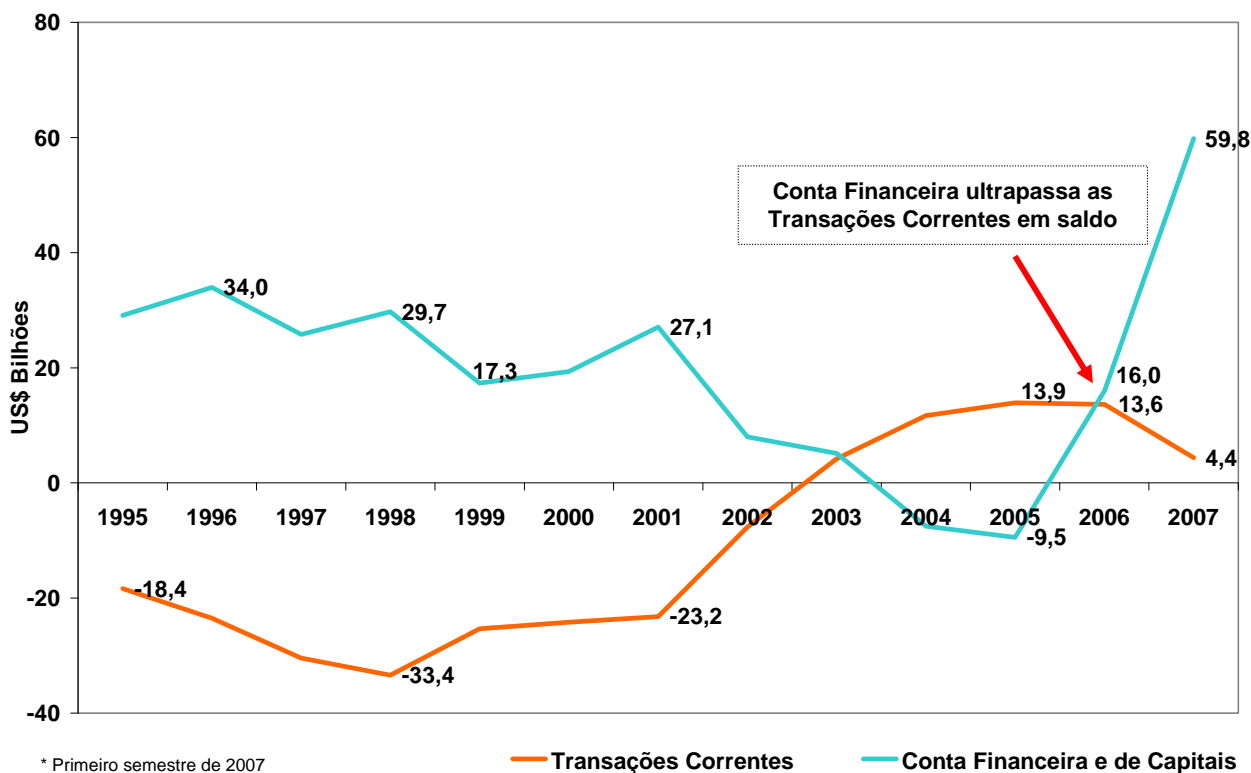
Além da balança comercial, o resultado do Balanço de Pagamentos (BP) é composto por diversas outras contas. Grosso modo, as três principais contas do BP são as transações correntes, a conta financeira e a conta de capital. As transações correntes são compostas pela balança comercial e pela balança de serviços (ex: alugueis, fretes, seguros, renda de investimentos e serviço da dívida). Por essa característica, comumente se diz que seu resultado está ligado ao “lado real” da economia, ao contrário da conta

financeira, que tem características mais “monetárias”.

A conta financeira registra os fluxos decorrentes de transações entre ativos e passivos financeiros entre residentes e não-residentes. Incluem-se nessa conta o Investimento Estrangeiro Direto, os investimentos em carteira, os derivativos e “outros investimentos”, que serão explicados mais adiante. Por último, a conta de capital registra as transferências unilaterais de capital de migrantes ou cessão de patentes e marcas.

No primeiro semestre de 2007, o resultado das transações correntes apresentou um superávit de modestos US\$ 4,4 bilhões, sugerindo que o saldo comercial, embora significativo, seria suficiente apenas para pagar os serviços internacionais e os juros da dívida brasileira. A situação muda completamente de figura quando se considera a conta financeira e de capitais, que nos primeiros seis meses de 2007 apresentaram nada menos do que US\$ 59,8 bilhões de superávit.

Contas do Balanço de Pagamentos (exceto erros e omissões) 1995-2007\*



Em outras palavras, o superávit das transações correntes, que está mais relacionado ao comportamento do lado “real” do que “financeiro” da economia, representou apenas 7,1% da oferta de dólares no Brasil em 2007, sendo despropositado imputar-lhe a responsabilidade pela valorização do câmbio. Além disso, o aumento das importações e a conseqüente diminuição do saldo comercial pouco resolveria a superoferta de dólares, que está mais relacionada à arbitragem entre taxas de juros e na captação recorde de investimento estrangeiro direto do que no superávit comercial.

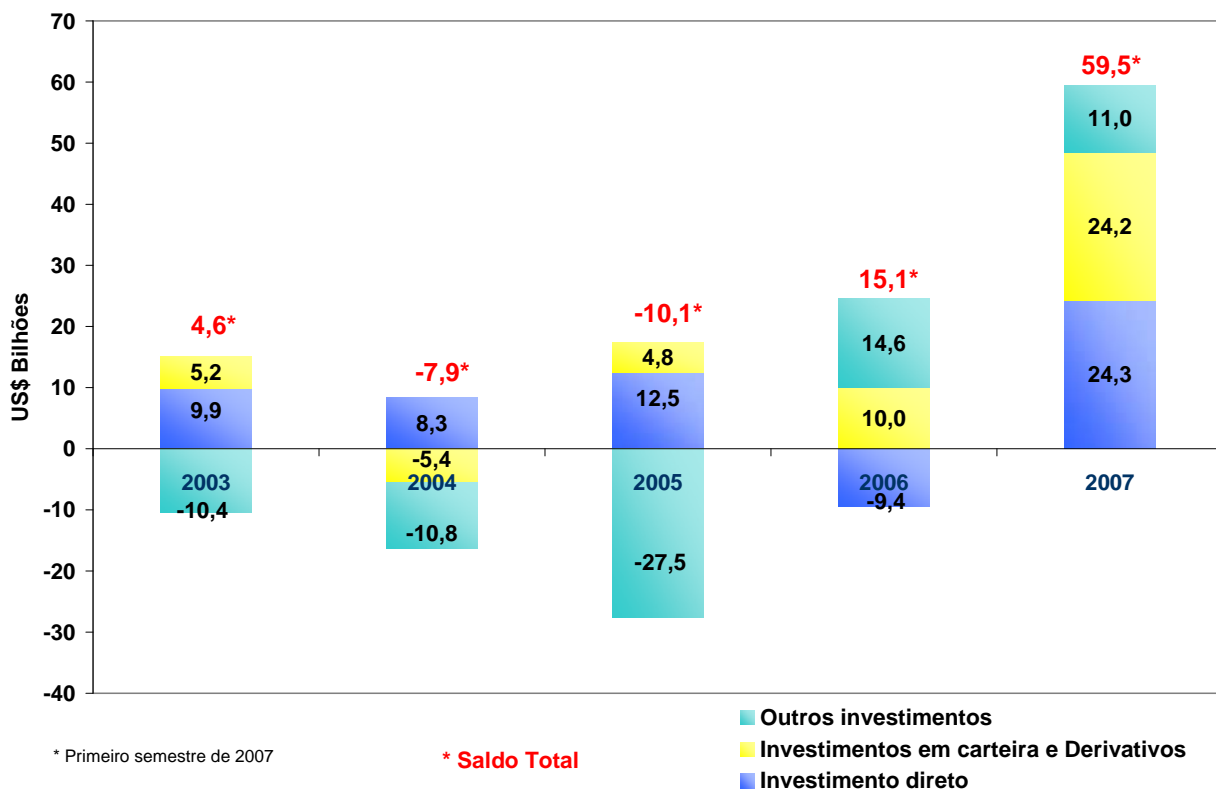
De fato, o argumento a favor do aumento das importações para conter a valorização do Real frente ao dólar foi verdadeiro entre 2003 e meados de 2006. Em 2003, o saldo do balanço de pagamentos foi de US\$ 8,5 bilhões, dos quais US\$ 4,2 bilhões advindos das transações correntes. No ano seguinte, o saldo das transações correntes aumentou 178,6%, alcançando US\$ 11,7 bilhões, muito superior ao saldo no balanço de pagamentos que foi de US\$ 2,2 bilhões.

Devido ao déficit na conta financeira, em 2005 tem lugar um novo recorde no balanço de pagamentos e o valor é, novamente, superior ao saldo do balanço de pagamentos: US\$ 14,0 bilhões contra apenas US\$ 4,3 bilhões.

A partir de 2006, no entanto, a importância das transações correntes na oferta de dólares foi relativizada. O saldo atingiu US\$ 13,6 bilhões, porém, esse montante representou apenas 44,1% do saldo do balanço de pagamentos (US\$ 30,6 bilhões). Em 2007, este impacto se mostrou ainda mais agudo, foram apenas US\$ 4,4 bilhões das transações, de um total de US\$ 61,6 bilhões do balanço de pagamentos.

Como ilustrado no gráfico anterior, por volta do último semestre de 2006 a conta financeira inicia uma rápida ascensão, saindo de US\$ 9,5 bilhões negativos e saltando para incríveis US\$ 59,8 bilhões até meados de 2007.

Conta Financeira Detalhada (2003-2007\*)



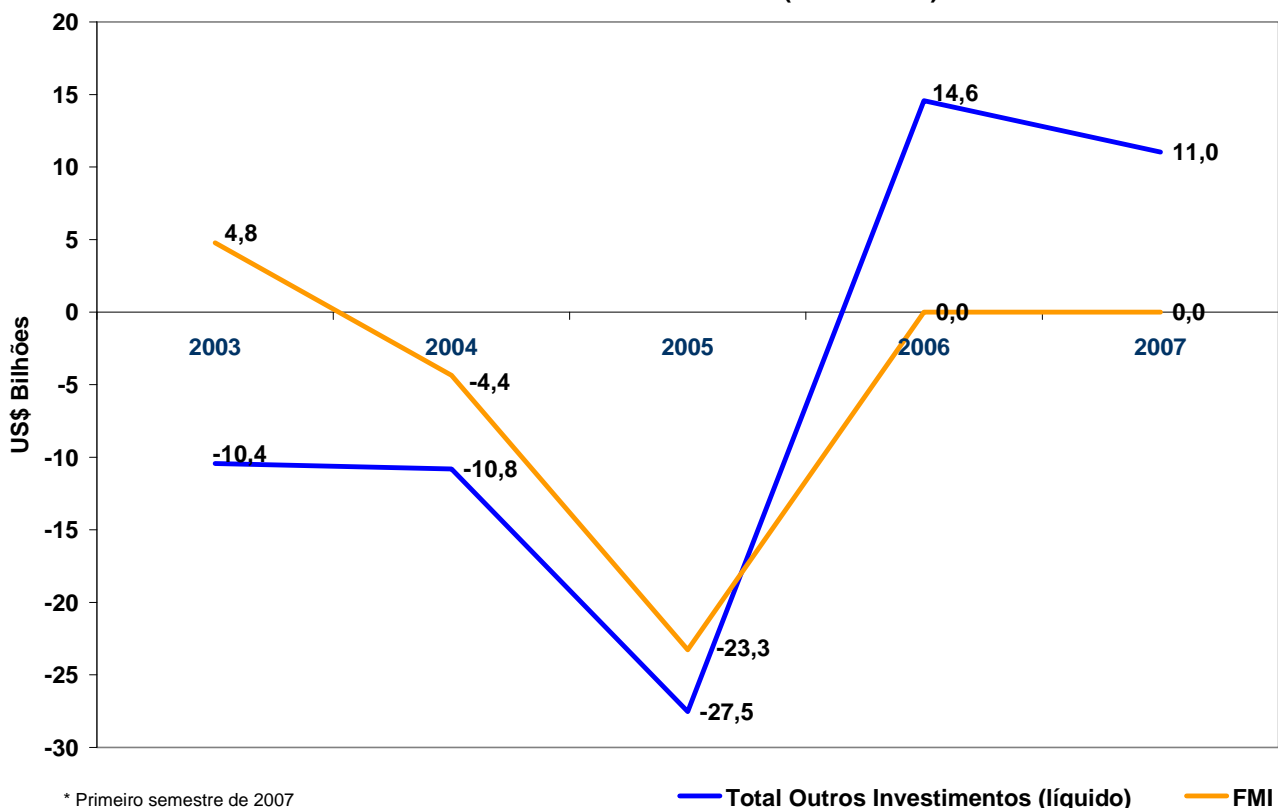
A partir de meados de 2006, o crescimento explosivo da conta financeira e de capitais teve grande influência na valorização do Real, reforçando a pressão para que a cotação se estabilizasse em um patamar inferior a dois reais por dólar. As transações correntes, pelo maior crescimento das importações e conseqüente redução do saldo, tiveram, em 2007, uma participação imensamente inferior à conta financeira, respondendo apenas por 7,1% dos dólares entrados em 2007, ou US\$ 4,4 bilhões.

Isso posto, cabe averiguar a responsabilidade de cada conta do balanço de pagamentos para a valorização do Real. Ao se avaliar a conta financeira buscando entender o inédito saldo, nota-se que esta apresentou crescimento geral de seus itens. O investimento Estrangeiro Direto saiu de US\$ 8,3 bilhões, em 2004, para US\$ 24,3 bilhões só no primeiro semestre de 2007 – um salto de 191,5%. Os investimentos em carteira também atingiram patamar inédito, de US\$ 24,2 bilhões no primeiro semestre de 2007, contra US\$ 10 bilhões de 2006.

Dentre os investimentos em carteira, destacam-se os investimentos em renda fixa (títulos públicos e privados), que no primeiro semestre de 2007 foi responsável por 70,8% dos ingressos, contra 29,2% dos investimentos em renda variável (ações, em geral). Ou seja, os investimentos em carteira, de US\$ 24,2 bilhões, se explicam mais pelas altas taxas de juros vigentes no mercado brasileiro do que pelo bom desempenho da Bolsa, sugerindo que a queda da SELIC pode, sim, impedir a apreciação cambial.

Nitidamente, a melhora de todos esses itens foi responsável pelo expressivo saldo na conta financeira. Contudo, cabe mencionar o comportamento positivo do item “outros investimentos”, que está compreendido na conta financeira. Eles apresentavam sucessivos e crescentes déficits até o ano de 2006, a partir do qual passaram a registrar um superávit expressivo. No ano de 2005, os “outros investimentos” fecharam com saldo de US\$ 27,5 bilhões negativos e, nos últimos 18 meses, o saldo total deste item já soma US\$ 25,6 bilhões.

Outros Investimentos Total e FMI (2003-2007\*)



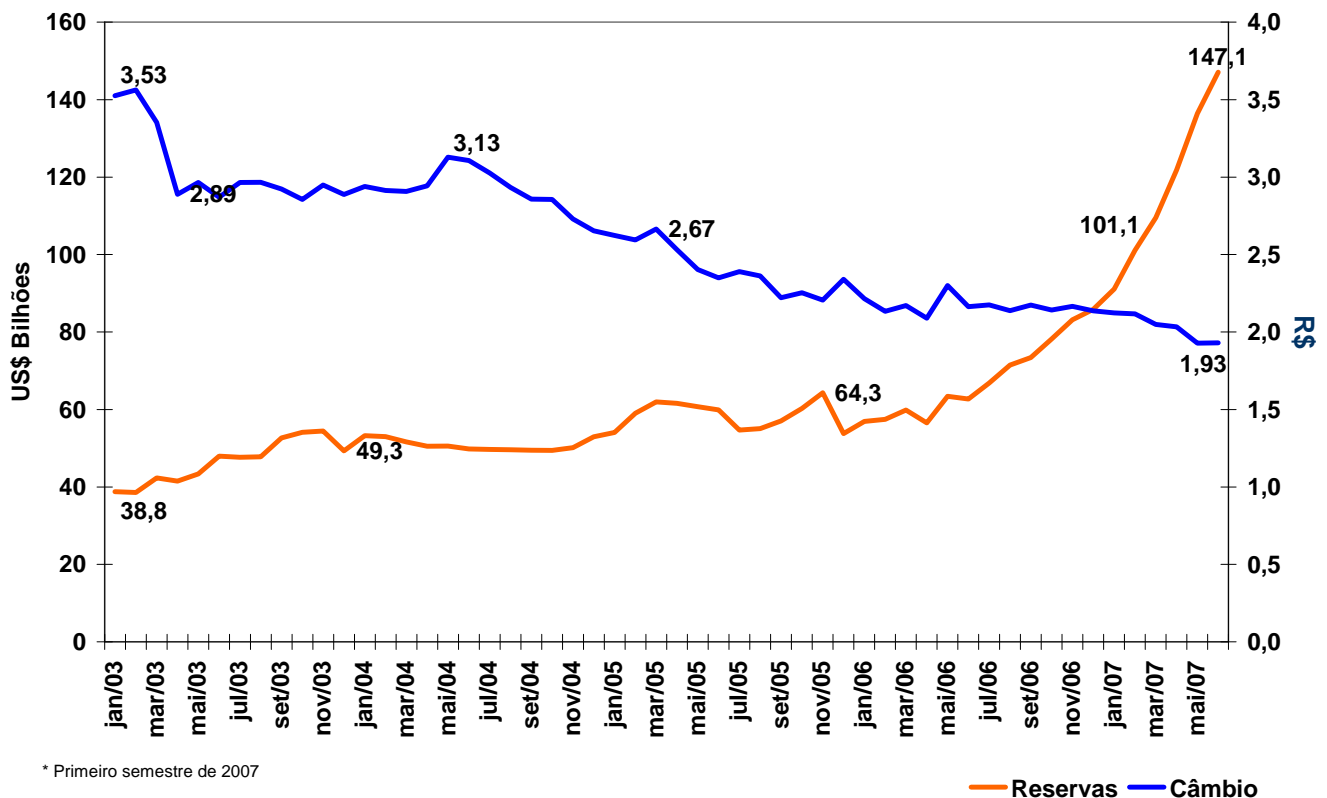
A conta “outros investimentos” é composta por um número extenso de sub-itens, dentre os quais destacam-se os créditos comerciais e os empréstimos com organismos e agências internacionais, entre outros. Entretanto, o mais relevante dentre todos é o de empréstimos de longo e curto prazos vinculados ao Fundo Monetário Internacional (FMI).

A necessidade de saldar a dívida foi responsável, até 2006, por grande parcela de envio de dólares ao exterior. A partir de então, a dívida com o Fundo foi eliminada e os demais itens da conta outros investimentos a tornaram superavitária. O próximo gráfico mostra a evolução dos outros investimentos e a evolução do FMI dentro desta conta. É possível visualizar uma tendência similar entre ambas, evidenciando a relevância que esta conta tinha para o Brasil até 2006.

Posteriormente às amortizações junto ao FMI, a conta outros investimentos saiu de um déficit de US\$ 27,5 bilhões, dos quais US\$ 23,3 bilhões referiam-se ao Fundo (ou 84,7% do déficit), para um superávit em 2006 de US\$ 14,6 bilhões. Até junho de 2007, esse número alcançou US\$ 11,0 bilhões.

Deste modo, os dados sustentam que a conta financeira constitui o principal fator da valorização cambial desde meados de 2006. Primeiro, porque o saldo comercial, a partir de maio de 2007, vem apresentado ligeira queda com o aumento das importações a um ritmo superior às exportações. Segundo, com a melhora do risco-país e a continuidade dos altos juros praticados pelo Banco Central a atração de capitais se tornou mais intensa e, em contrapartida, não mais se observa grande fluxo de saída de capitais, visto que a responsável central por esta saída, a amortização com o FMI, inexistente desde 2006.

**Reservas Internacionais e Taxa de Câmbio (2003-2007\*)**



Diante da melhora generalizada das contas do balanço de pagamentos brasileiro, as reservas internacionais brasileiras tiveram um salto inédito. Em 2005, elas somavam US\$ 53,2 bilhões, ao passo que, em junho de 2007, esse número havia crescido para US\$ 147,1 bilhões, incremento de 176,5%. Em outubro, atingiram US\$ 162,1 bilhões.

Com mais dólares na economia, o resultado foi uma grande apreciação do Real frente à moeda norte-americana. Em maio de 2004, o valor médio do dólar norte-americano foi de R\$ 2,30, ao passo que, no mesmo mês em 2007, o valor caiu para 1,93, ou 16,1% menor. Hoje a cotação oscila na casa dos R\$ 1,80, mas o mercado já projeta R\$ 1,70 para os próximos meses.

A cotação do dólar perdeu o piso, é verdade. Mas não por conta da balança comercial e de uma suposta “doença holandesa” que acometeria a economia brasileira, mas devido um fluxo de capitais vigoroso, atraído pelos juros elevados e pelas oportunidades de arbitragem existentes no mercado brasileiro.

## Conclusões

- As importações vêm crescendo a uma taxa quase três vezes superior às exportações brasileiras, segundo dados de agosto de 2007. Esse resultado é um forte indicativo de que a desvalorização do dólar terá reflexos mais rápidos do que se esperava na balança comercial brasileira.
- A valorização do câmbio esteve relacionada a uma superoferta de dólares nos últimos 18 meses. Nesse período, entrou no Brasil um valor superior a todo o período correspondente entre 1973 e 2005, ou 384 meses. Em 32 anos, o Brasil teve saldo equivalente à US\$ 92,17 bilhões, contra US\$ 92,18 bilhões, somente nos 18 meses analisados.
- Em 2007, diante dos resultados da conta financeira e de capitais, perdeu força a tese segundo a qual o aumento das importações seria capaz de conter a valorização do Real. Isso porque as transações correntes foram responsáveis por apenas 7,1% da oferta de dólares no primeiro semestre de 2007.
- O investimento estrangeiro direto trouxe, no primeiro semestre de 2007, cerca de US\$ 24,3 bilhões. Por sua vez, os investimentos em carteira, que estão relacionados diretamente à política de juros altos, foram responsáveis por US\$ 24,2 bilhões. Juntos, totalizam 48,5 bilhões.