

VALORIZAÇÃO CAMBIAL NO BRASIL E AS ARMAS PARA DEFENDER A INDÚSTRIA NA GUERRA CAMBIAL

Roberto Giannetti da Fonseca

Há um razoável consenso entre muitos economistas de que a taxa de câmbio real de um país, se conservada em patamar inadequado, gera inúmeros custos na sua economia. Dentre os principais que podem ser citados, destacam-se: (i) desequilíbrios nas contas externas, (ii) instabilidade macroeconômica, (iii) enfraquecimento da estrutura industrial e (iv) menor geração de emprego.

Diante do duradouro cenário de valorização da taxa de câmbio brasileira verificado nos últimos anos, prosperaram alguns efeitos adversos para a economia do país, tais como a perda de receita e de mercados de

exportação em produtos de maior valor agregado, a concentração e desindustrialização da pauta exportadora e um forte estímulo à substituição de produção industrial doméstica por bens importados.

Nos três primeiros trimestres de 2010, os dez principais produtos vendidos pelo Brasil ao exterior representaram 43,2% do valor total exportado, e entre estes não se encontra ao menos um bem do setor de manufaturados. Há dez anos, a pauta dos produtos brasileiros mais exportados somava aproximadamente apenas um quarto do total e reunia tanto bens intensivos em recursos naturais (minérios de ferro, grãos de soja e de café),

Roberto Giannetti da Fonseca é diretor titular do Departamento de Relações Internacionais e Comércio Exterior da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP).

como bens manufaturados de maior intensidade tecnológica, como aviões, automóveis e outros bens intensivos em mão de obra, caso dos calçados.

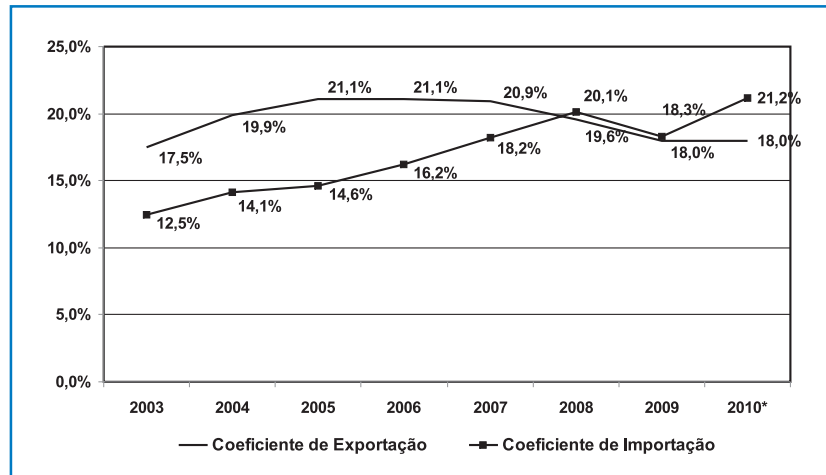
No entanto, a desindustrialização das exportações brasileiras, que vem ocorrendo desde meados desta década, não configura o único efeito deletério à economia do país e está sendo acompanhada nos anos mais recentes pela forte investida dos importados na economia.

O real brasileiro permanentemente apreciado causa implicações no nível microeconômico, atuando sobre a escolha das empresas, cujo processo produtivo que maximiza a receita e reduz custos passa a ser mais intensivo em insumos importados. Ao trocarem sistematicamente fornecedores nacionais por estrangeiros, avança sobre a economia do país um processo de redução do conteúdo nacional da produção, as empresas industriais se adaptam, abreviando o número de postos de trabalho, e inicia-se uma desarticulação das cadeias produtivas. É o que apontam os sucessivos recordes da série do coeficiente de importação da indústria nacional.

A valorização da moeda brasileira nos últimos anos *per se* – maior apreciação entre as principais moedas do mundo desde 2004 – justificaria a atuação do governo brasileiro de forma mais contundente, a fim de defender uma cotação cambial competitiva e que melhor reflita a posição brasileira na economia mundial. Não obstante, o momento

Gráfico 1

EVOLUÇÃO DOS COEFICIENTES DE EXPORTAÇÃO E IMPORTAÇÃO - INDÚSTRIA GERAL



Nota: * Três primeiros trimestres de 2010.

econômico global, denominado pelo ministro da Fazenda Guido Mantega de “guerra cambial”, torna ainda mais urgentes ações para defesa da moeda do Brasil, sob o risco de aprofundamento do fenômeno de concentração do parque industrial nacional e de redução da utilização de mão de obra na indústria.

O modelo de crescimento chinês (e de outros países asiáticos), baseado na subvalorização cambial para manutenção do forte ritmo de exportações, e a opção norte-americana em despejar mais US\$ 600 bilhões na economia (*quantitative easing 2*), esperando maior consumo e crescimento, afetam gravemente o cenário cambial para os países emergentes, entre eles o Brasil. Isso porque, por um lado, há pressão por aumento de importações com o barateamento dos bens, especialmente oriundos da Ásia. Por outro, um montante ainda maior de recursos financeiros em portfólio embarcarão no Brasil buscando

liquidez, segurança e valorização certas em um mundo ainda conturbado.

Dessa forma, a superação do desafio de restabelecimento da competitividade cambial no Brasil demanda uma ampla agenda, que combine ações estruturais de prazo mais longo (política monetária) com uma série de medidas pontuais que combatam a excessiva liquidez de moeda estrangeira, responsável por pressionar para baixo a cotação da moeda brasileira. Além disso, o Brasil deve ser uma das vozes que pressione pela discussão e entendimento sobre o tema da manipulação cambial nos fóruns internacionais.

O patamar elevado da taxa Selic, em um contexto de armadilha de liquidez em nações desenvolvidas, traz como resultante a exacerbada entrada de dólares na economia brasileira

DETERMINANTES DA EXCESSIVA VALORIZAÇÃO DO REAL: A DOENÇA BRASILEIRA E O MERCADO FUTURO DE CÂMBIO

Não há dúvidas de que a economia brasileira conserva atualmente uma variável desarticulada com o setor produtivo, qual seja, a elevada taxa referencial de juros da economia. O patamar elevado da taxa Selic, em um contexto de armadilha de liquidez em nações desenvolvidas, traz como resultante a exacerbada entrada de dólares na economia brasileira. Assim, a valorização cambial no Brasil nos últimos anos está atrelada à manutenção dos juros em nível tão alto e não ao saldo comercial, sustentado hoje por *commodities*.

Em outras palavras, o Brasil não sofre do fenômeno de doença holandesa, que “obteve este nome pela observação do que ocorreu com a Holanda após a descoberta e exportação em larga escala de gás natural em 1970” (Williamson, 2008, p.12). A doença que assola o país é, na verdade, uma doença brasileira: a doença dos juros altos.

Prova disso é que, nos três primeiros trimestres, por exemplo, a balança comercial brasileira, segundo o Banco Central do Brasil, se apresentou superavitária em US\$ 12,8 bilhões, mas a conta de transações correntes exibiu déficit de US\$ 35,1 bilhões, e a conta financeira teve incrível superávit de US\$ 70,8 bilhões. Do superávit total em conta

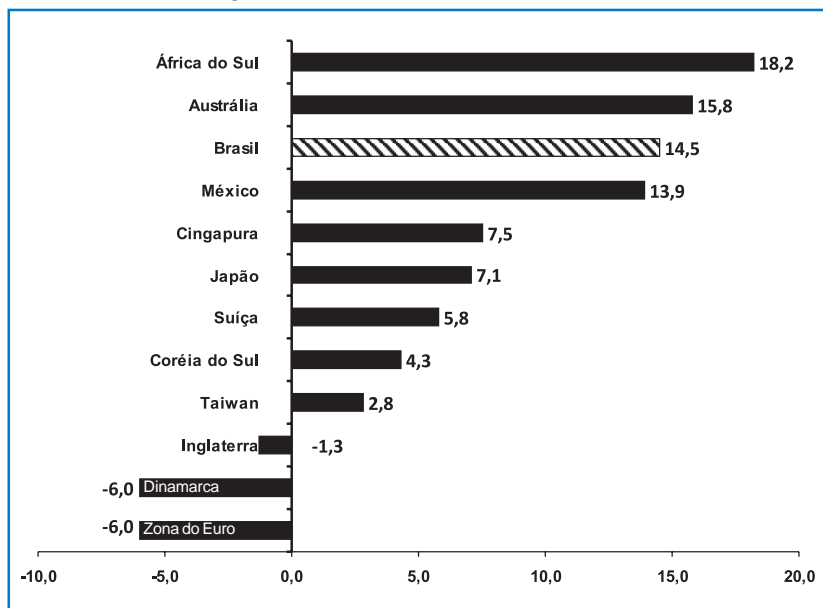
financeira, US\$ 43,2 bilhões representaram investimentos em carteira, composto nesse período por 44,3% em ações de companhias brasileiras e a maioria, 55,7%, em títulos de renda fixa.

O Brasil estaria sofrendo, portanto, com o elevado volume de operações denominadas *carry trade*, que, como definiu o Observatório da Economia Global da Universidade de Campinas (Unicamp), consiste em “operação alavancada onde se toma um empréstimo na moeda *funding*, associada a juros baixos, e se aplica em um ativo denominado em uma moeda target, associada a altas taxas de juros” (Texto avulso nº 5, 2010, p.21). Mas, para além do ganho associado ao diferencial de taxas de juros, o ganho obtido pelo investidor no Brasil conta com o adicional da valorização da moeda brasileira. O Gráfico 2 exemplifica a dimensão desse ganho, demonstrando como a rentabilidade oriunda de aplicações *carry return* com a moeda brasileira é uma das mais altas do mundo.

Outro elemento que tem contribuído para a valorização cambial é o grande volume de operações no mercado futuro de câmbio brasileiro. Em divulgação recente, o Banco de Compensações Internacionais (BIS, na sigla em inglês) apontou para o rápido crescimento das operações de contratos de curto prazo no Brasil em que o turnover em futuros e opções quase dobrou, atingindo US\$ 5,4 trilhões em 2010, valor que excede em muito as necessidades da economia real.

Gráfico 2

RANKING DE APLICAÇÕES EM MOEDA (%) ACUMULADO ÚLTIMOS 12 MESES



Fonte: Bloomberg e Ministério da Fazenda.

A razão para a elevada expansão do mercado futuro no país passa pelo amadurecimento do mercado de capitais e pelo bom momento da economia, mas, principalmente, tem suas raízes nas características particulares desse mercado no Brasil. Segundo estudo intitulado “Mercados futuro e à vista de câmbio no Brasil: o rabo balança o cachorro”, os autores argumentam:

“Uma característica singular do mercado cambial brasileiro é o fato de o volume transacionado no mercado futuro de câmbio ser cerca de cinco vezes superior ao volume total transacionado no mercado à vista. Isso não se verifica nos principais mercados cambiais do mundo (principalmente nos países do G7), onde o volume negociado no mercado à vista é amplamente superior ao mercado futuro.” (Ventura, Garcia, 2007, p.5).

Outro argumento utilizado pelos autores diz respeito ao arranjo institucional do mercado futuro no Brasil. De acordo com eles, “a regulação brasileira em relação ao mercado de derivativos é muito menos rígida do que aquela que rege o mercado à vista de dólar” (Ventura e Garcia, 2007, p.4). As restrições se dão no tocante ao carregamento de posições em moeda estrangeira, pois, enquanto no mercado à vista apenas bancos com carteira de câmbio são autorizados a operar, no mercado de derivativos muitos outros agentes são autorizados, desde que cumpram as exigências mínimas da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F).

A combinação entre o bom desempenho da economia brasileira, o elevado diferencial de juros e o arranjo institucional do mercado de câmbio futuro no Brasil tem atraído muitas operações para esse mercado. Por essas razões, faz-se

necessária uma agenda de ações que ataquem o problema de maneira abrangente.

AGENDA CAMBIAL PARA O BRASIL

1. Causa raiz: tratando da política monetária

A valorização do real brasileiro nas circunstâncias de protecionismo cambial é um grave erro, em especial para a indústria do país. E, para tratar da causa raiz, é inevitável promover mudanças relevantes no conjunto das políticas fiscal e monetária. Dado que a taxa de câmbio no Brasil é determinada pelo lado financeiro – forte atração de capitais via diferencial de juros –, exalta-se a importância de adotar medidas fiscais que induzam a queda no médio prazo da taxa Selic.

Esta seção dedica-se, portanto, a assinalar uma medida a ser tomada pelo próximo governo visando à liquidação do problema cambial em sua origem. Nesse contexto, a melhora do quadro fiscal do governo central é o elemento fundamental, cujo objetivo seria impor ao Banco Central a condução de forma menos austera da política de juros no Brasil. A política monetária poderia atuar, também, com mais intensidade no lado da oferta do que exclusivamente com os juros, tentando conter a demanda. Como medida concreta, é possível marcar:

Meta de superávit nominal do governo nos próximos anos:

o principal argumento para a manutenção da taxa Selic em

A valorização do real brasileiro nas circunstâncias de protecionismo cambial é um grave erro, em especial para a indústria do país

níveis elevados é o forte ritmo de crescimento dos gastos correntes do governo. Ademais, do total do dispêndio em 2009, apenas 2,9% foram direcionados para investimentos. Assim, o Ministério da Fazenda teria de buscar como meta a redução progressiva do déficit nominal sobre o PIB nos próximos anos, até atingir o superávit. Não é preciso um corte drástico dos gastos, mas, principalmente, que a alta do gasto público seja inferior à taxa de crescimento da economia nos anos que seguem. A progressiva redução do déficit nominal até o alcance do superávit daria um sinal positivo ao Banco Central para também progressivamente buscar um patamar de taxa de juros compatível com as taxas internacionais.

Sobre isso, concordaram os economistas Júlio Sérgio Gomes de Almeida e Luiz Gonzaga Belluzzo em artigo para a revista “Carta Capital” de setembro de 2010 com o nome de “A fase 2 do crescimento”:

“Diante da posição do real brasileiro na hierarquia monetária interacional é fundamental reconhecer, neste momento, o acerto da política de acumulação de reservas e, ao mesmo tempo, recomendar a busca do superávit nominal para impor ao Banco Central a progressiva redução da Selic. Isso não significa almejar um corte nas despesas do governo, mas propor um crescimento do gasto inferior à taxa de expansão do PIB e das receitas públicas.” (Almeida e Belluzzo, 2010).

2. Medidas pontuais: a “guerrilha cambial”

Medidas de prazo mais curto constituem também iniciativa importante para auxiliar no combate à excessiva apreciação do câmbio no Brasil. A utilização do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), por exemplo, tem ajudado a corrigir o diferencial de juros e a inibir uma pressão vendedora de dólares ainda maior.

Portanto, em conjunto com a medida principal de prazo mais longo, ou seja, a busca pelo superávit nominal, há um conjunto de medidas regulatórias (que denominamos “guerrilha cambial”) que podem contribuir no curto prazo, tais como:

Compra de dólares pelo Banco Central no mercado de câmbio futuro (*swap* cambial reverso):

a importância do mercado futuro na formação da taxa de câmbio justifica uma atuação mais relevante do BC. A utilização do instrumento do *swap* reverso (troca em que o BC compra os dólares e as instituições financeiras compram contrato com remuneração Selic) alteraria as expectativas do mercado em relação à formação da taxa, introduzindo um elemento de imprevisibilidade ao mercado futuro. Dessa forma, muitos investidores que atualmente exercem pressão vendedora passariam a demandar dólares.

Adoção de quarentena antes da repatriação do capital ao país de origem:

a ausência de qualquer mecanismo que obrigue a manutenção de recursos estrangeiros por um determinado

tempo dentro do país estimula operações especulativas de curtíssimo prazo. Em adição à tributação, é necessário que o Brasil adote um mecanismo de quarentena para que o capital investido em renda fixa e renda variável não busque valorização instantânea e deixe o país.

Ampliação das linhas de financiamento às exportações em reais: atualmente, 90% do crédito às exportações vêm de linhas captadas no exterior, que antecipam a oferta de dólares dentro do Brasil. As linhas internas de financiamento (em reais) podem atender maior parcela da demanda de crédito para a exportação e precisam ser mais difundidas e ampliadas, seja pela melhora da gestão de risco por parte dos bancos públicos, seja pelo incentivo ao mercado privado bancário para emprestar com custos semelhantes às linhas de ACC. A fim de estimular os empréstimos pelos bancos privados, uma parcela do depósito compulsório não remunerado oriundo dos depósitos à vista poderia ser utilizada como *funding*.

Limitação do financiamento às importações de bens de consumo: de forma geral, importadores têm contratado financiamentos para a compra de bens de consumo, postergando a liquidação cambial (saída de dólares da economia). Bens de capital, de tecnologia e bens intermediários podem contar prazos mais dilatados de financiamento, mas para os bens de consumo em geral é preciso buscar a redução dos prazos de envio de divisas ao exterior para no máximo 180 dias.

3. A guerra cambial

O problema cambial tem também origem internacional, pois está ligado ao estabelecimento do padrão ouro de David Hume, passando pelo Acordo de Bretton Woods, que estabeleceu o dólar como moeda de referência global. Assim, as medidas internas para o combate à valorização são necessárias e urgentes, mas precisam ser acompanhadas por outras medidas tomadas de forma coordenada em âmbito internacional.

Aliás, em 1971, quando Richard Nixon suspendeu unilateralmente o sistema de Bretton Woods, cancelando a conversibilidade direta do dólar em ouro, o secretário do Tesouro dos EUA John Connally – no que poderia ser considerado um prenúncio de problemas cambiais futuros – afirmou à comunidade internacional: “O dólar é a nossa moeda, mas o problema é de vocês.”

O “nosso” problema recrudescer com a crise do subprime iniciada em 2008, que, ao afetar o crédito e o consumo interno dos Estados Unidos e da Europa, forçou esses países a apostar nas exportações como uma das principais formas de recuperação econômica. Ao mesmo tempo, os chineses atrelaram a cotação do iuan ao dólar. Estava deflagrada a “guerra cambial”.

Os especialistas afirmam que existe um vácuo regulatório no cerne do problema. O câmbio é regulado pelo FMI, que não tem interesse em impor sanções aos países que desvalorizam seu câmbio, prejudicando outras

nações. Isso afeta o comércio internacional, que é objeto de regulação da OMC, a qual, por sua vez, não pode regulamentar o câmbio.

Essa afirmação tem uma premissa obsoleta e parece estar levando a uma conclusão errada – ao menos no que concerne à condução da política econômica do governo. A premissa é que a clara linha divisória entre a regulação internacional financeira e comercial estabelecida no passado, quando da vigência do padrão ouro, persiste inalterada até os dias de hoje, após o dólar ter sido estabelecido como moeda de referência internacional. A origem do problema é financeira, mas as suas consequências atingem diretamente o comércio internacional. Assim, o problema da desvalorização cambial não é exclusivamente financeiro e tem impactado perniciosamente várias nações do globo.

A conclusão errônea é de que como a regulação da origem do problema é separada da regulação das suas consequências, o dilema parece ser insolúvel. Não é, caso haja vontade política. Ainda que não haja um único organismo internacional para regulamentar as finanças e o comércio internacional, o FMI e a OMC têm uma relação dinâmica através do desenvolvimento de programas em comum. Ademais, a regulamentação da OMC faz referências ao FMI, em uma espécie de “regulamentação-cruzada”.

O parágrafo 4º do artigo XV do GATT – tratado vigente até os

As medidas de combate a práticas desleais de comércio fornecem um verdadeiro arsenal contra as importações artificialmente baratas em virtude da manipulação cambial

dias de hoje, que é precursor e antecedeu a criação da OMC – estabelece que “as partes contratantes não deverão, por meio de ação sobre o câmbio, frustrar o propósito dos dispositivos do GATT nem, por ação de comércio, o propósito dos dispositivos dos artigos do Acordo do FMI”. Por si só esse artigo já serviria como base legal para que a desvalorização cambial chinesa, ou de qualquer outro país, fosse levada ao sistema de solução de controvérsias da OMC. Entretanto, a opinião dominante dos especialistas hoje é de que existe base legal para se questionar na OMC, com chances de sucesso, a manipulação cambial de países que desejam obter vantagens comerciais. Mas é preciso vontade política.

Nesse contexto, as medidas de combate a práticas desleais de comércio, se utilizadas, fornecem um verdadeiro arsenal contra as importações artificialmente baratas em virtude da manipulação cambial. Elas podem ser uma alternativa eficaz para a defesa da indústria nacional contra as consequências desastrosas da guerra cambial. Tais medidas não são apenas salvaguardas – inclusive as transitórias que estão previstas no Protocolo de Acesso da China à OMC –, medidas compensatórias e antidumping, mas também

incluem outros mecanismos para a proteção do mercado nacional.

Algumas das possibilidades que poderiam ter um resultado célere são um pedido administrativo de reavaliação aduaneira ou de verificação de preço da importação, que pode levar à parametrização dos contêineres importados do país investigado no canal vermelho até que o procedimento investigatório se encerre.¹ Tais medidas são aplicadas diretamente pelo país importador, evitando, assim, as dificuldades do sistema de solução de controvérsias da OMC.² Além disso, é crucial o incremento da fiscalização aduaneira e o estímulo à experiência na condução de investigações de subsídios.

Como se demonstra, as armas nacionais para serem utilizadas na guerrilha ou na guerra cambial existem. A guerra já foi deflagrada há algum tempo, e países como a China e os EUA estão usando um arsenal poderoso. O Brasil é um dos maiores prejudicados, já que hoje possui um dos câmbios mais valorizados do mundo, com impacto negativo direto na indústria nacional. Essas armas precisam ser utilizadas para que os problemas do dólar norte-americano não continuem “sendo de todos nós.” ■

¹ VII Fórum de Economia de 2010 da FGV-SP (Thorstensen, V., A China como líder do comércio internacional e membro da OMC).

² Após a aplicação da medida de defesa comercial o país exportador pode questioná-la no sistema de solução de controvérsias da OMC, caso haja embasamento jurídico suficiente, de acordo com a regulamentação da OMC.