



José Mauro Delella\*

*Economia - Brasil*

# Uma grossa enxurrada de dólares

*No cenário atual, a tendência de valorização do real é quase inexorável*

No final do ano passado, quando concluímos nossa projeção para o balanço de pagamentos brasileiro em 2007, chegamos a nos surpreender com alguns dos resultados obtidos. Afinal, após três anos consecutivos em que houve sobras expressivas de divisas no mercado privado e, considerando toda a valorização real da moeda brasileira ocorrida no período, poderíamos esperar números mais conservadores para este ano.

Não era o que mostravam nossos dados. Impulsionados por uma estimativa de superávit comercial superior aos US\$ 45 bilhões, projetamos que o fluxo privado seria novamente muito positivo e, possivelmente, em magnitude equivalente à registrada no ano passado — em torno dos US\$ 50 bilhões. Ou seja, 2007 teria tudo para ser novamente um ano de compras expressivas de divisas por parte do Banco Central (BC).

Passados menos de cinco meses desde o início do ano, já é conveniente fazer uma revisão daquelas projeções. E, novas surpresas, a realidade tem sido ainda mais benigna do que havíamos estimado.

Em menor intensidade na balança comercial, desde o início a conta em que já incorporávamos maiores doses de otimismo. Até o momento, tanto exportações como importações têm confirmado, de forma geral, as trajetórias previstas e apenas um ajuste marginal, para algo como US\$ 47 bilhões no superávit do ano, merece ser feito.

Mas nas contas financeiras, as diferenças têm sido bem mais acentuadas. E em todos os casos para (muito) melhor.

Merece destaque, nesse sentido, a forte expansão do in-

gresso de Investimento Estrangeiro Direto (IED), que cresceu expressivos 66% durante o primeiro trimestre de 2007, em comparação com igual período do ano passado. Embora as saídas por essa conta também se mantenham elevadas — refletindo a bem-vinda internacionalização de diversas companhias brasileiras —, o fluxo líquido também foi positivo, suportado pelo maior otimismo com as perspectivas de crescimento da economia brasileira.

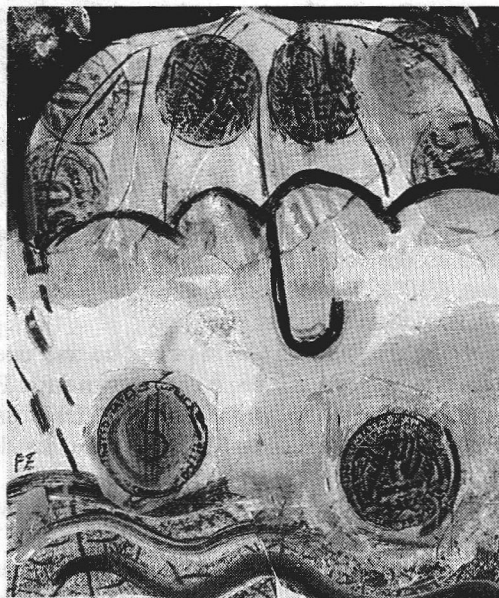
As compras de títulos por parte de investidores estrangeiros se mantêm muito elevadas. Refletindo a melhora significativa dos indicadores de solvência e a expectativa de iminente melhora na classificação de crédito do País, além do ainda elevado diferencial de juros pagos no Brasil em comparação com países de nível equiva-

lente de risco, os ingressos por essa conta totalizaram US\$ 3,9 bilhões no trimestre, pouco inferior ao registrado em igual período do ano passado, quando o governo anunciou as mudanças de regra de tributação sobre a compra de títulos públicos no Brasil por estrangeiros.

Também o investimento em renda variável permanece muito positivo (US\$ 2,8 bilhões no trimestre), próximo aos níveis recordes atingidos nessa conta. E, a se considerar o apetite dos estrangeiros pelos IPO recentes, a tendência para os próximos me-

ses não parece muito diferente.

Em síntese: num cenário de expressiva melhora dos indicadores estruturais da economia brasileira, em especial no âmbito das contas externas, e em meio a novo ciclo de extraordinário otimismo dos mercados globais (como bem demonstram as bolsas internacionais e os preços de commodities nas máximas históricas), estamos mesmo diante de uma enxurrada de dólares que pode, sem grandes dificuldades,



deslocar o fluxo privado a níveis muito superiores aos registrados em 2006 — isto utilizando uma projeção bastante conservadora para o ritmo de entradas durante os próximos meses. Fluxo que é ainda maior do que o registrado nos últimos dois anos e que provoca uma quase inexorável tendência de valorização da moeda brasileira.

Para a autoridade monetária, saber quanto desse fluxo é permanente e quanto é temporário (ou seja, a partir de que ponto a valorização cambial deixa de ser compatível com os fundamentos

e passa a ser exagerada) é, sem dúvida, um “problema bom”. Mas que não deixa de ser um desafio que não oferece formas muito simples de solução. Afirmar que a mera redução mais acelerada dos juros o resolveria parece tratar apenas de parte da questão. Afinal, com juros menores, a conta comercial — fonte de ingressos muito elevados — pouco se alteraria no curto prazo e outras, como o IED e os ingressos em ações não apenas tenderiam a permanecer elevadas, como provavelmente aumentar.

Sem esquecer que apenas uma “aceleração” no corte da Selic não eliminaria por completo o diferencial de juros e que, portanto, mesmo o efeito sobre a compra de títulos não tenderia a ser muito significativo.

Um país que tem risco menor, se encaminha para a obtenção do grau de investimento, tem reservas internacionais elevadas e crescentes e sustenta um resultado positivo em seu balanço de transações correntes tende, quase inevitavelmente, a ter uma moeda mais valorizada. Na ausência de (pouco prováveis) choques negativos que alterem de forma significativa o atual quadro global de valorização dos ativos de risco, dinâmica do comércio, preços de commodities e busca por retorno, a tendência é de que a sobra de divisas permaneça elevada. Trazendo consigo ampliação do estoque de reservas internacionais e mais alguma queda na taxa de câmbio — que, a se olhar estritamente pelo prisma do fluxo, está “cara” acima dos R\$ 2,00.

\* Superintendente de Análises Econômicas/Área de Mercado de Capitais do Banco Itaú. Próximo artigo do autor em 13 de junho