

ACI – NH – Campo Bom  
12/07/2007

IGOR ALEXANDRE CLEMENTE DE MORAIS

# O QUE ESPERAR DA TAXA DE CÂMBIO

### **1. Principais fatores determinantes do câmbio**

- **No cenário internacional**
- **No cenário nacional**

### **2. Os problemas estruturais que o câmbio escondia**

### **3. Alternativas de desvalorização**

- **Proposições e Riscos Associados**

### **4. Perspectivas**



# A ECONOMIA MUNDIAL CRESCE SEM PRESSÕES INFLACIONÁRIAS

FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO

## Crescimento Econômico (% do PIB)

	2005	2006
<b>Economias desenvolvidas</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>
EUA	3,2	3,3
Zona do Euro	1,4	2,6
Japão	1,9	2,2
Reino Unido	1,9	2,7
<b>Economias emergentes</b>	<b>7,5</b>	<b>7,9</b>
Rússia	6,4	6,7
China	10,4	10,7
Índia	9,2	9,2
<b>Brasil</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>
México	2,8	4,8
<b>Mundo</b>	<b>4,9</b>	<b>5,4</b>

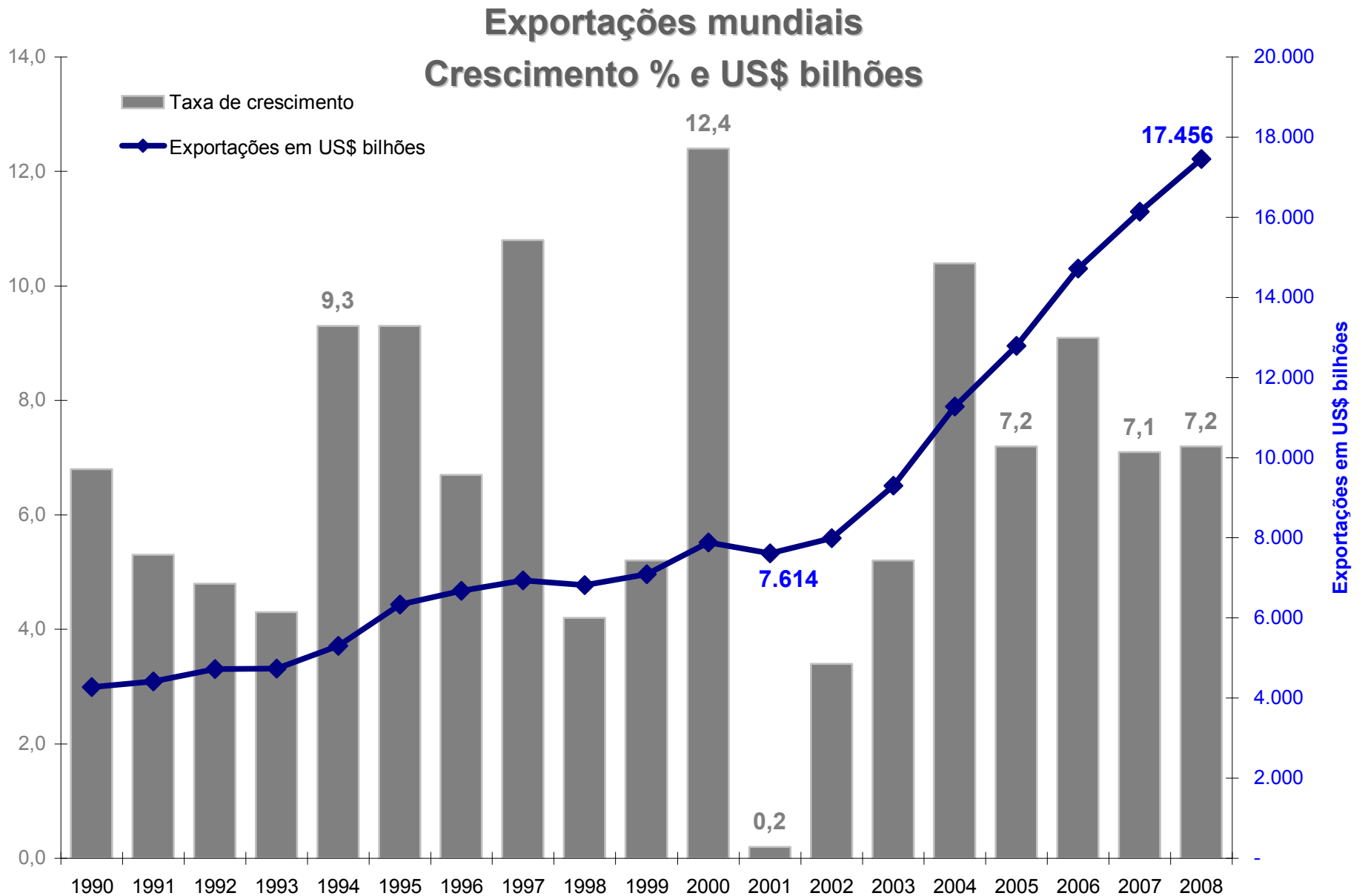
## Inflação (%)

	2005	2006
<b>Economias desenvolvidas</b>	2,3	2,3
EUA	3,4	3,2
Zona do Euro	2,2	2,2
Japão	-0,6	0,2
Reino Unido	2,0	2,3
<b>Economias emergentes</b>	5,4	5,3
Rússia	12,7	9,7
China	1,8	1,5
Índia	4,2	6,1
<b>Brasil</b>	5,7	3,1
México	4,0	3,6

Fonte: WEO(2007)/FMI

# O MAIOR COMÉRCIO ENTRE AS NAÇÕES TEM PROPICIADO A GERAÇÃO DE RIQUEZAS

FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO

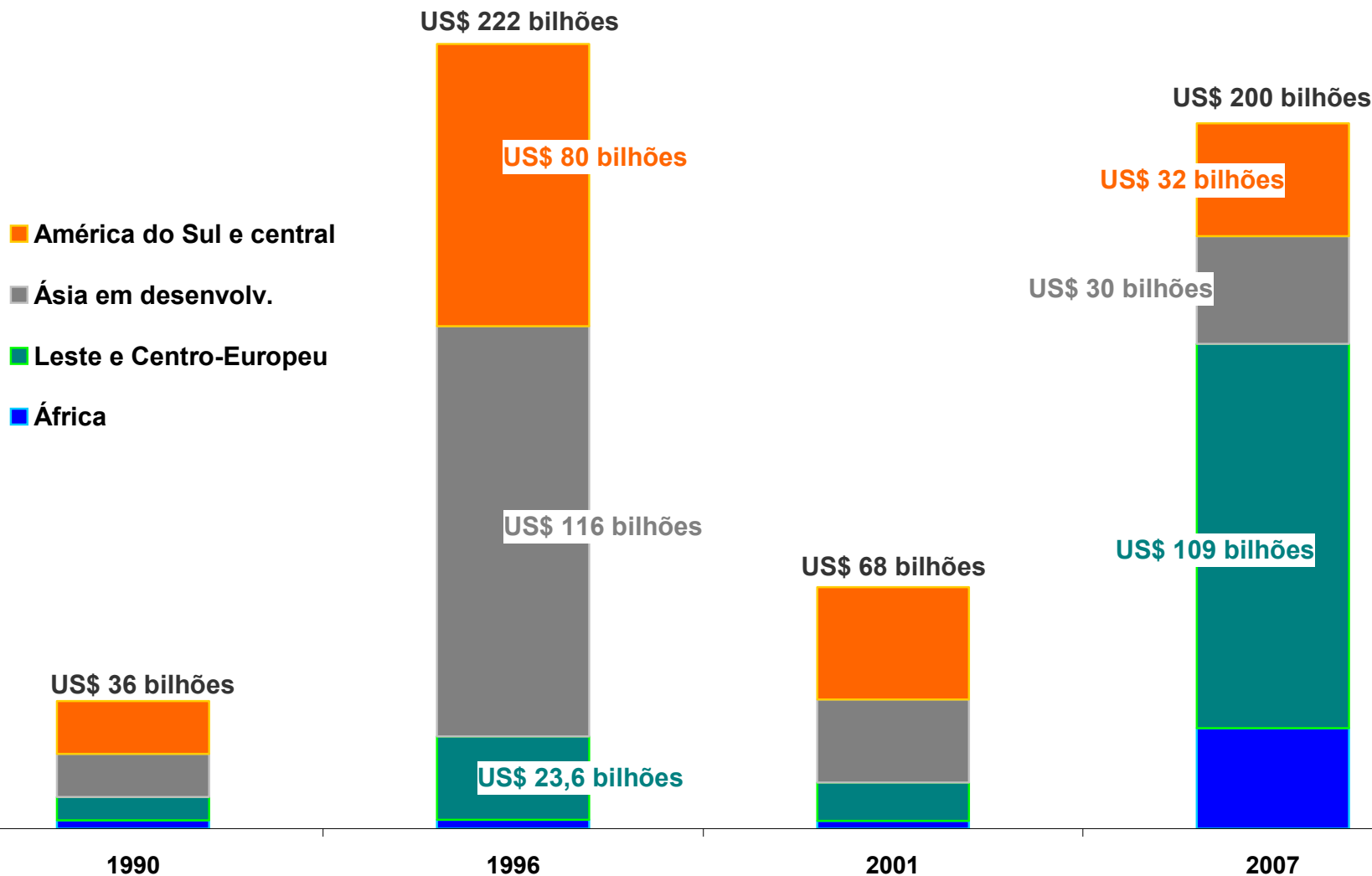


Fonte: FMI (2007)

# NA MESMA VELOCIDADE QUE O FLUXO DE CAPITALS

FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO

## Fluxo líquido de capitais privados (US\$ bilhões)



Fonte: FMI (2007)

# FORÇANDO OS PAÍSES A AUMENTAREM AS SUAS RESERVAS NO BANCO CENTRAL

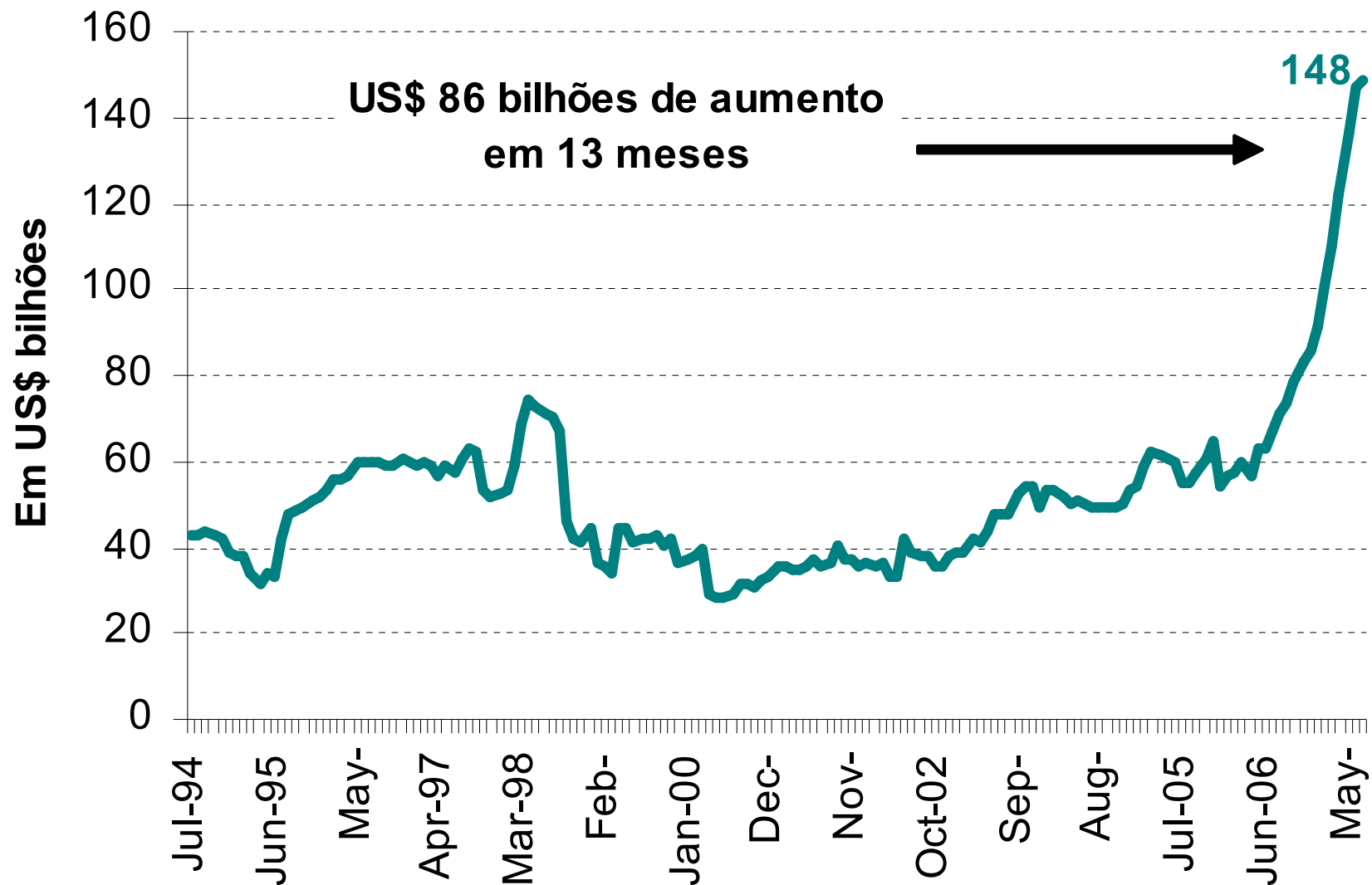
## RESERVAS NA ÁSIA (EM US\$ BILHÕES)

	2004	2005	2006
<b>Países desenvolvidos</b>	888	899	964
Japão	845	847	895
Australia	37	43	55
Nova Zelândia	7	9	14
<b>Países emergentes</b>	1.601	1.851	2.252
Hong Kong	124	124	133
Korea	199	210	239
Singapura	113	117	137
Taiwan	242	253	266
China	619	826	1.073
Índia	131	137	177
Indonésia	36	35	43
Malásia	67	70	83
Filipinas	15	18	23
Tailândia	50	52	67
Vietnã	6	9	11
<b>ÁSIA</b>	<b>2.490</b>	<b>2.750</b>	<b>3.216</b>

Fonte: FMI

## NO BRASIL, AS INTERVENÇÕES DO BANCO CENTRAL TAMBÉM SÃO SIGNIFICATIVAS

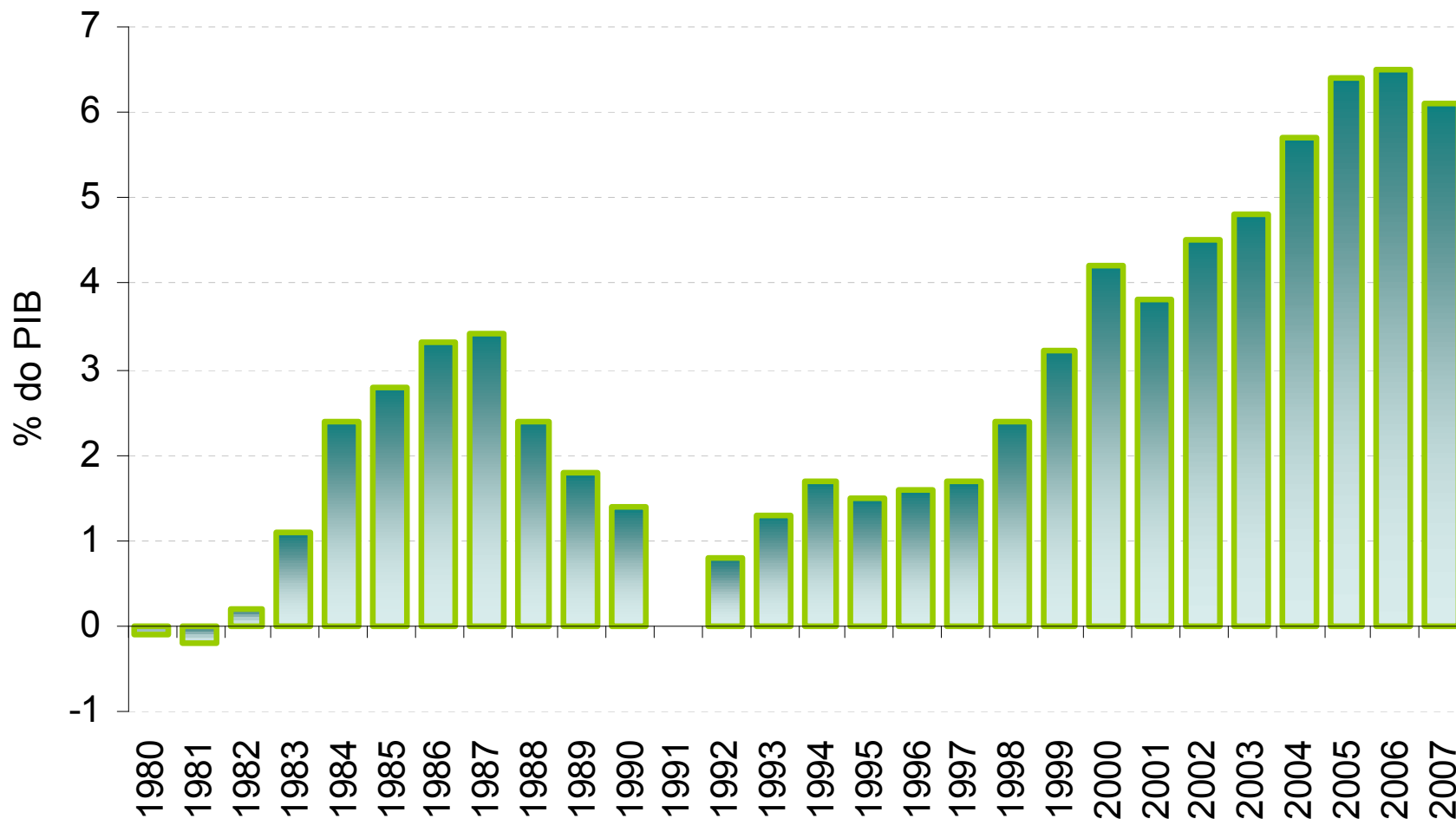
FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO



Fonte: Banco Central do Brasil

## E O MUNDO TEM FINANCIADO O DÉFICIT EM CONTA CORRENTE NOS EUA (% DO PIB)

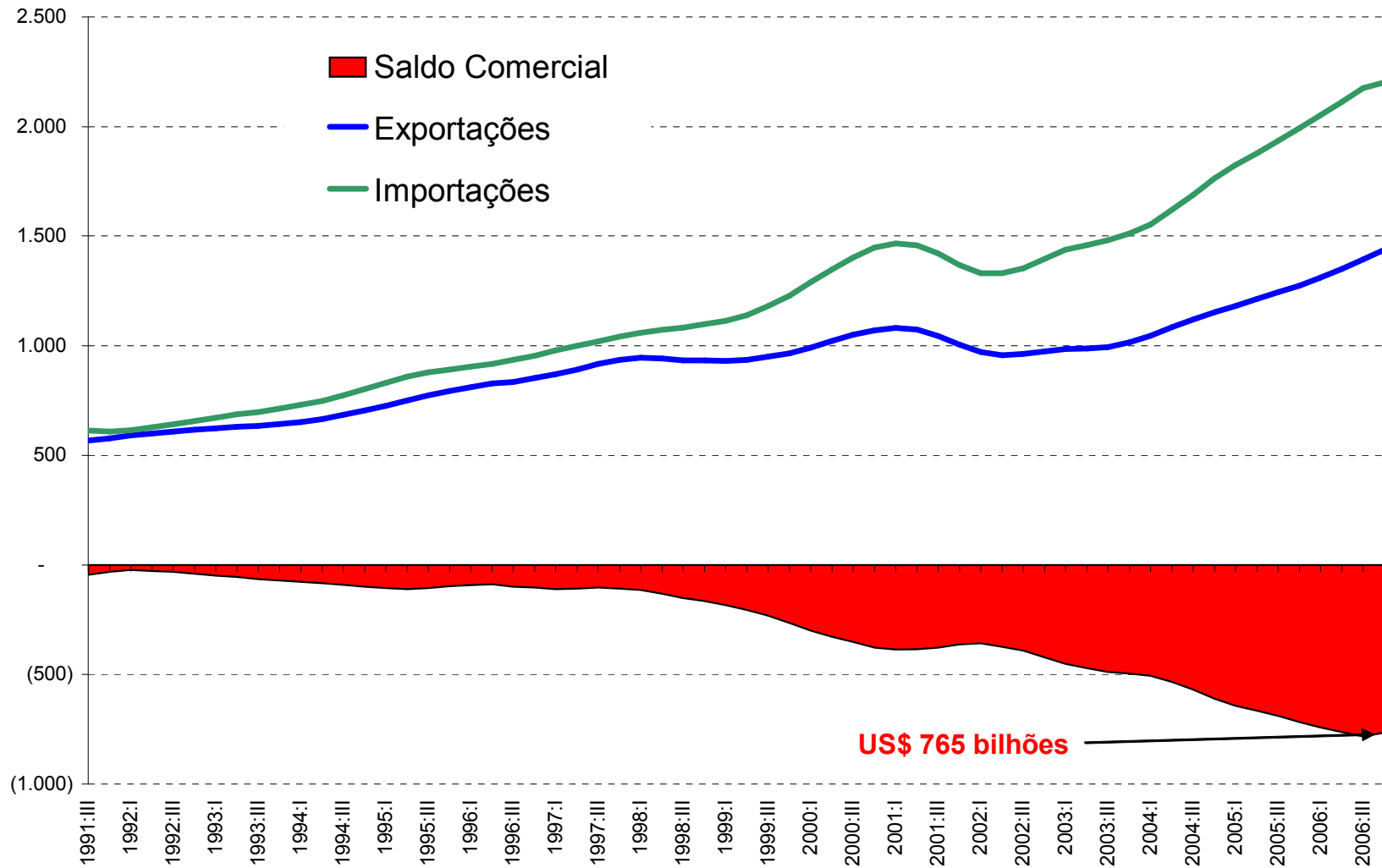
FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO



Fonte: FMI (2007)

# PORQUE É IMPORTANTE EQUACIONAR O DÉFICIT AMERICANO?

FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO



**O déficit é recorde, como valor e em % do PIB. Uma correção rápida pode desestabilizar outras economias e gerar pressões Inflacionárias nos EUA.**

# A RESOLUÇÃO DESSE PROBLEMA É O PONTO MAIS IMPORTANTE PARA A ESTABILIDADE ECONÔMICA MUNDIAL

## DOIS POSSÍVEIS AJUSTAMENTOS

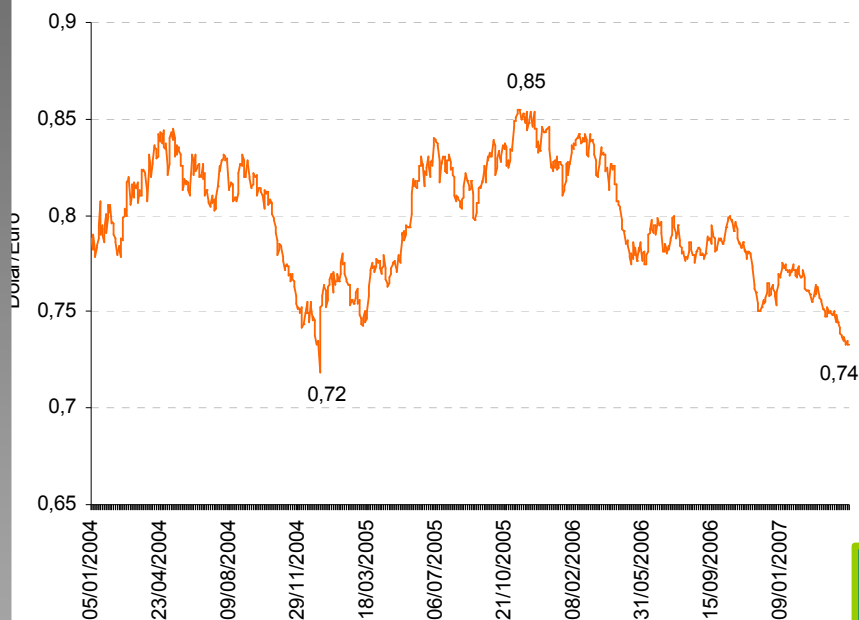
- Ajustamento **RÁPIDO** (*hard landing*)
  - Aumento da taxa de juro dos EUA
  - Forte desaceleração da economia americana e mundial
  - Maior desvalorização do dólar (frente as moedas dos principais parceiros comerciais).
- Ajustamento **LENTO** (*soft landing*)
  - Manutenção da taxa de juro
  - Pequena desaceleração da economia americana e mundial
  - Ajuste gradual do câmbio

É o que se configura como mais provável

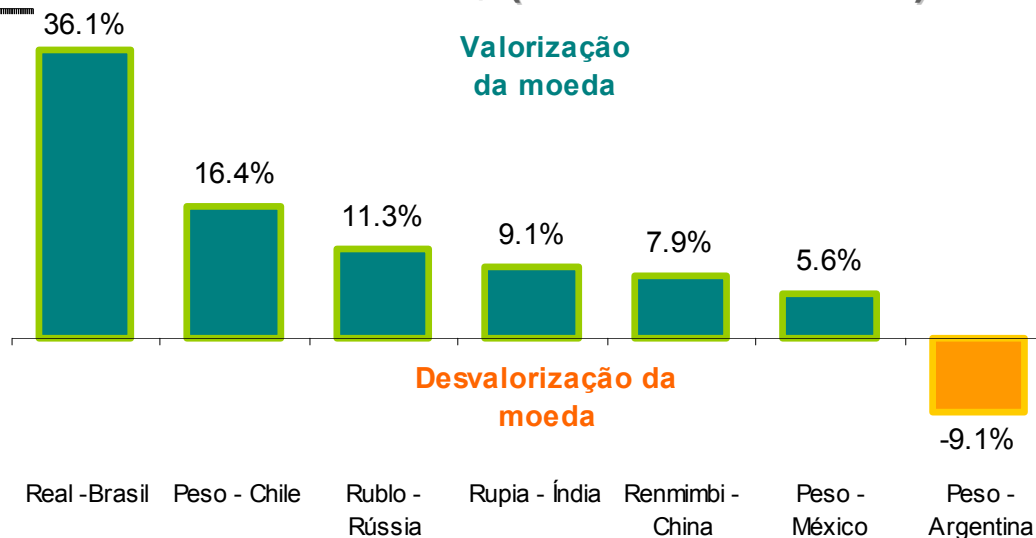
# ESSE AJUSTE JÁ SE FAZ PRESENTE. O DÓLAR ESTÁ SE DESVALORIZANDO EM RELAÇÃO A OUTRAS MOEDAS NO MUNDO

FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO

## TAXA DE CÂMBIO NOMINAL Euro/Dólar



## VARIAÇÃO NOMINAL DO CÂMBIO - MOEDA/ US\$ (desde 04/05/2004)



Fonte: BCB

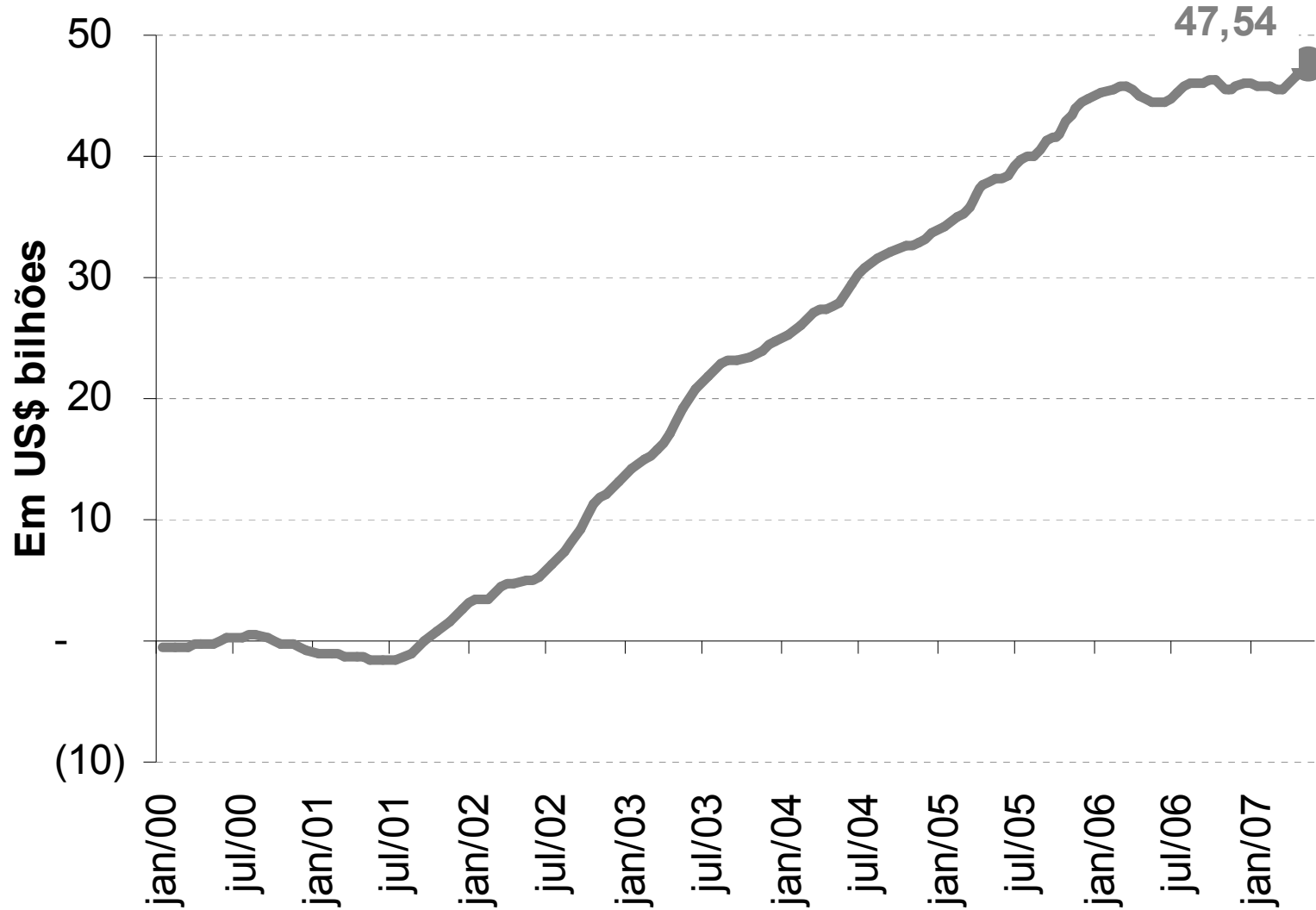
## CONCLUSÃO PARCIAL CENÁRIO INTERNACIONAL

**No cenário externo há diversos elementos que contribuem para a valorização do real:**

- **Maior liquidez mundial;**
- **Fluxo de capitais para países emergentes;**
- **Elevado déficit em conta corrente nos EUA**
- **Pequenas intervenções do Banco Central no Brasil?**

# CENÁRIO NACIONAL

## ELEVADO SALDO COMERCIAL (US\$ BILHÕES)



**Resultado: excesso de oferta de dólares para o Brasil**

## SERÁ QUE ESSE RESULTADO SE DEVE AO AUMENTO DAS EXPORTAÇÕES APENAS DE PRODUTOS BÁSICOS?

### EXPORTAÇÕES (US\$ MILHÕES)

	2002	Part.(%)	2006	Part.(%)
Básico	16.952	28,1%	40.272	29,3%
Manufaturados	32.998	54,7%	74.697	54,3%
Semi-manufaturados	8.966	14,9%	19.519	14,2%
Outros	1.446	2,4%	2.983	2,2%
<b>Total</b>	<b>60.362</b>	<b>100%</b>	<b>137.471</b>	<b>100%</b>

### CRESCIMENTO DAS EXPORTAÇÕES EM RELAÇÃO A 2002 (US\$ MILHÕES)

	Preço	Quantidade	Total
Básico	13.578	9.742	23.320
Manufaturados	12.472	29.227	41.699
Semi-manufaturados	7.372	3.181	10.553
Outros	769	769	1.537
<b>Total</b>	<b>34.190</b>	<b>42.919</b>	<b>77.109</b>

**Maior contribuição Vem da quantidade de manufaturados**

# RETIRANDO A CONTRIBUIÇÃO DOS PRODUTOS BÁSICOS

## EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS - 2006

FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO

US\$ 137,4 bi



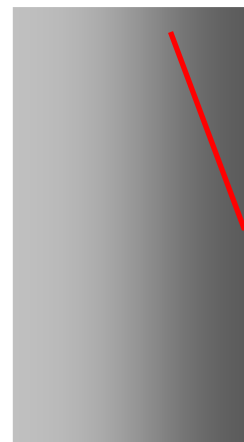
TOTAL

US\$ 123,9 bi



Sem efeito do  
preço dos  
básicos

US\$ 114,1 bi



Sem efeito do  
preço e da  
quantidade dos  
básicos

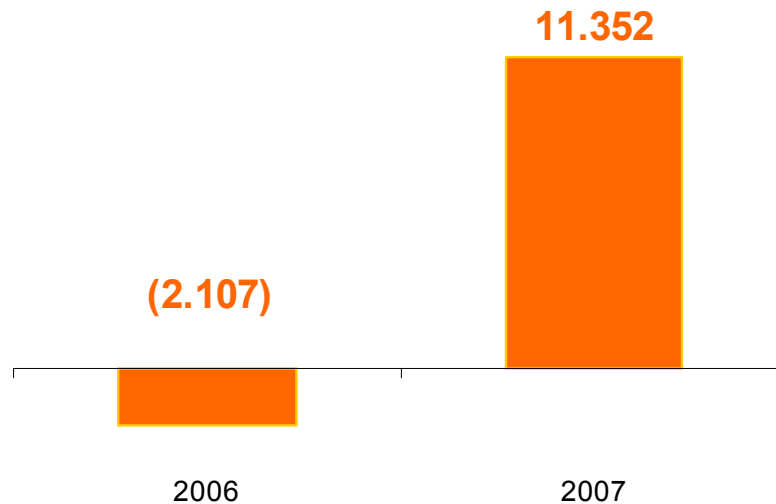
Mesmo mantendo  
preço e quantidade  
de exportação dos  
produtos básicos no  
**nível de 2002**, o  
crescimento ainda é  
significativo.

89% acima do  
valor de 2002

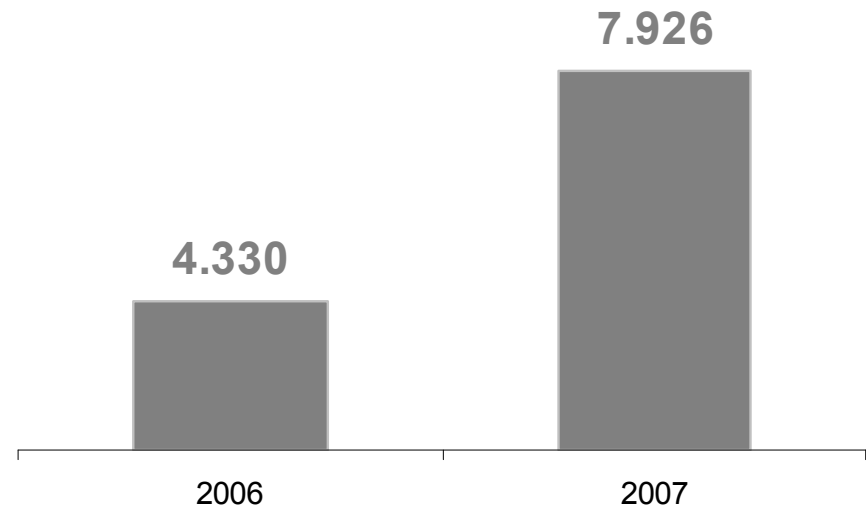
# A ENTRADA DE DÓLARES PARA O BRASIL SEGUE EM RITMO ACELERADO (jan-maio de cada ano)

FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO

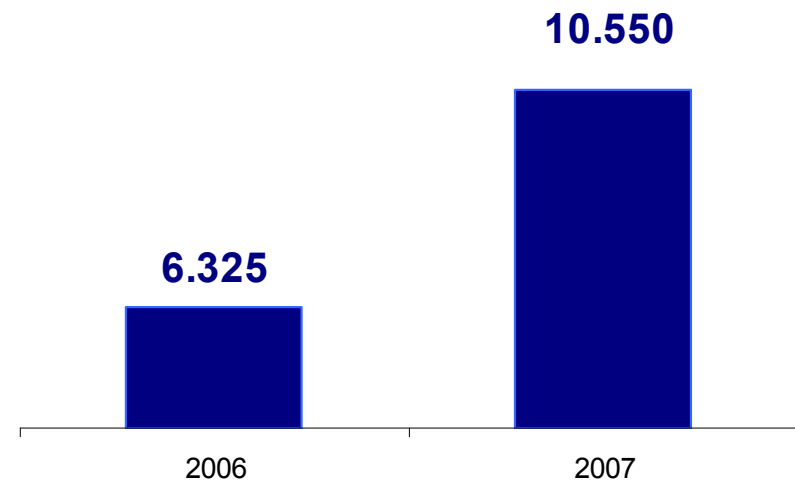
## INVESTIMENTO EM AÇÕES (US\$ MILHÕES)



## INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO (US\$ MILHÕES)

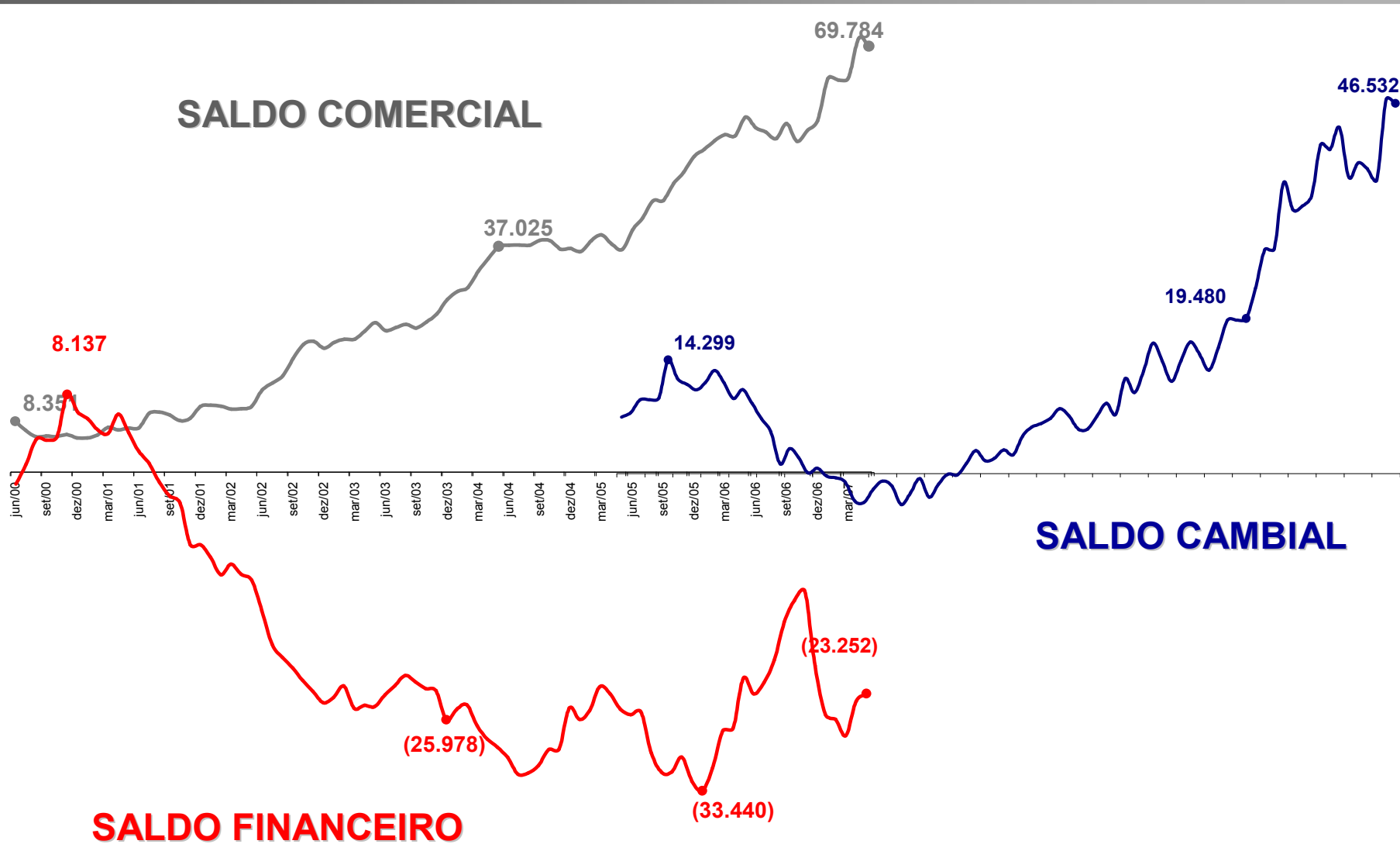


## INVESTIMENTO EM TÍTULOS DE RENDA FIXA (US\$ MILHÕES)



# E O SALDO FINANCEIRO? EM QUANTO A ENTRADA DE INVESTIMENTO EM PORTFOLIO AFETA O RESULTADO FINAL? (Em US\$ Milhões)

FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO

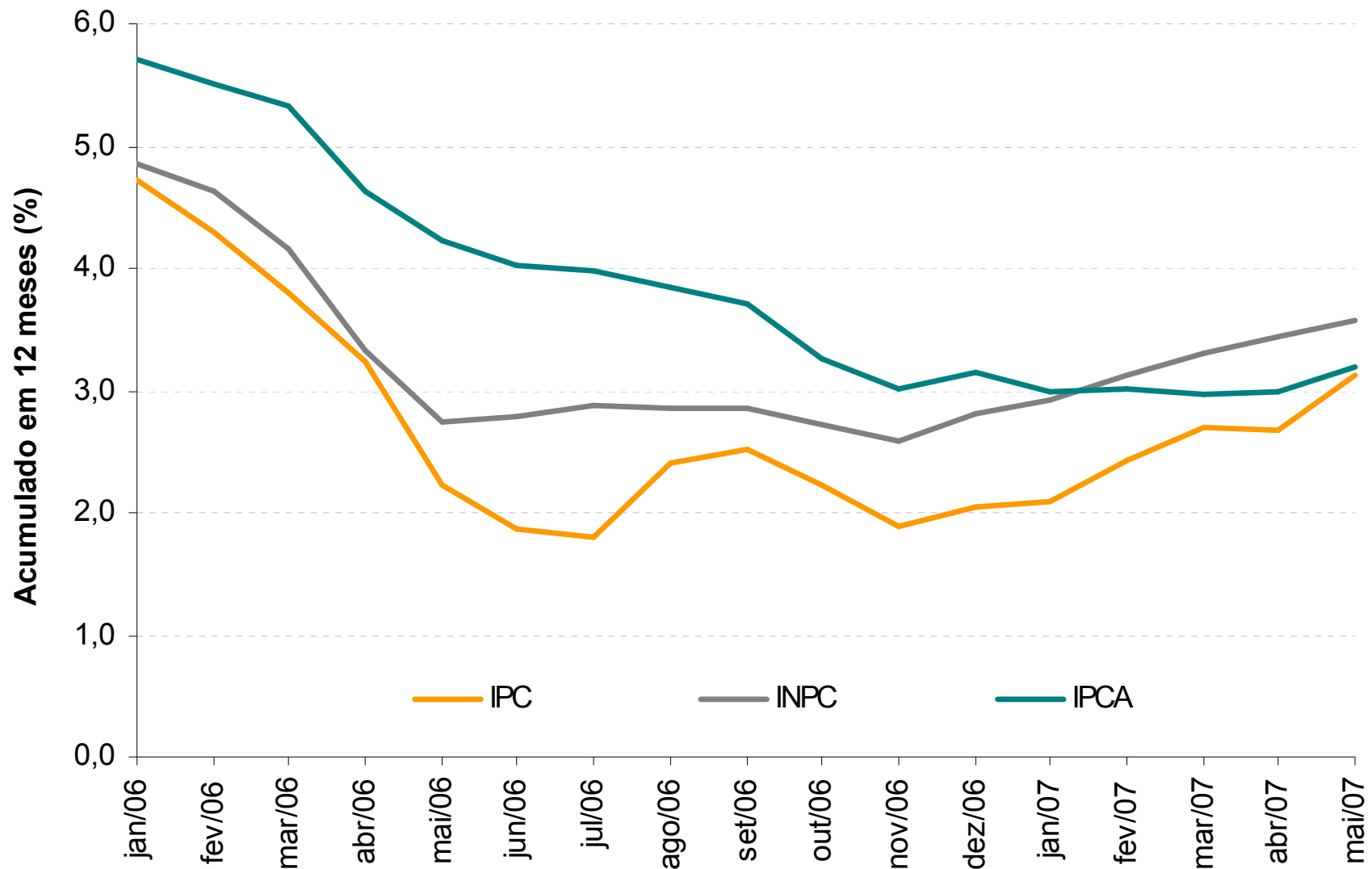


Fonte: Banco Central do Brasil

# OS FUNDAMENTOS DA ECONOMIA SÃO POSITIVOS

## INFLAÇÃO CORRENTE E PERSPECTIVAS ESTÃO SOB CONTROLE

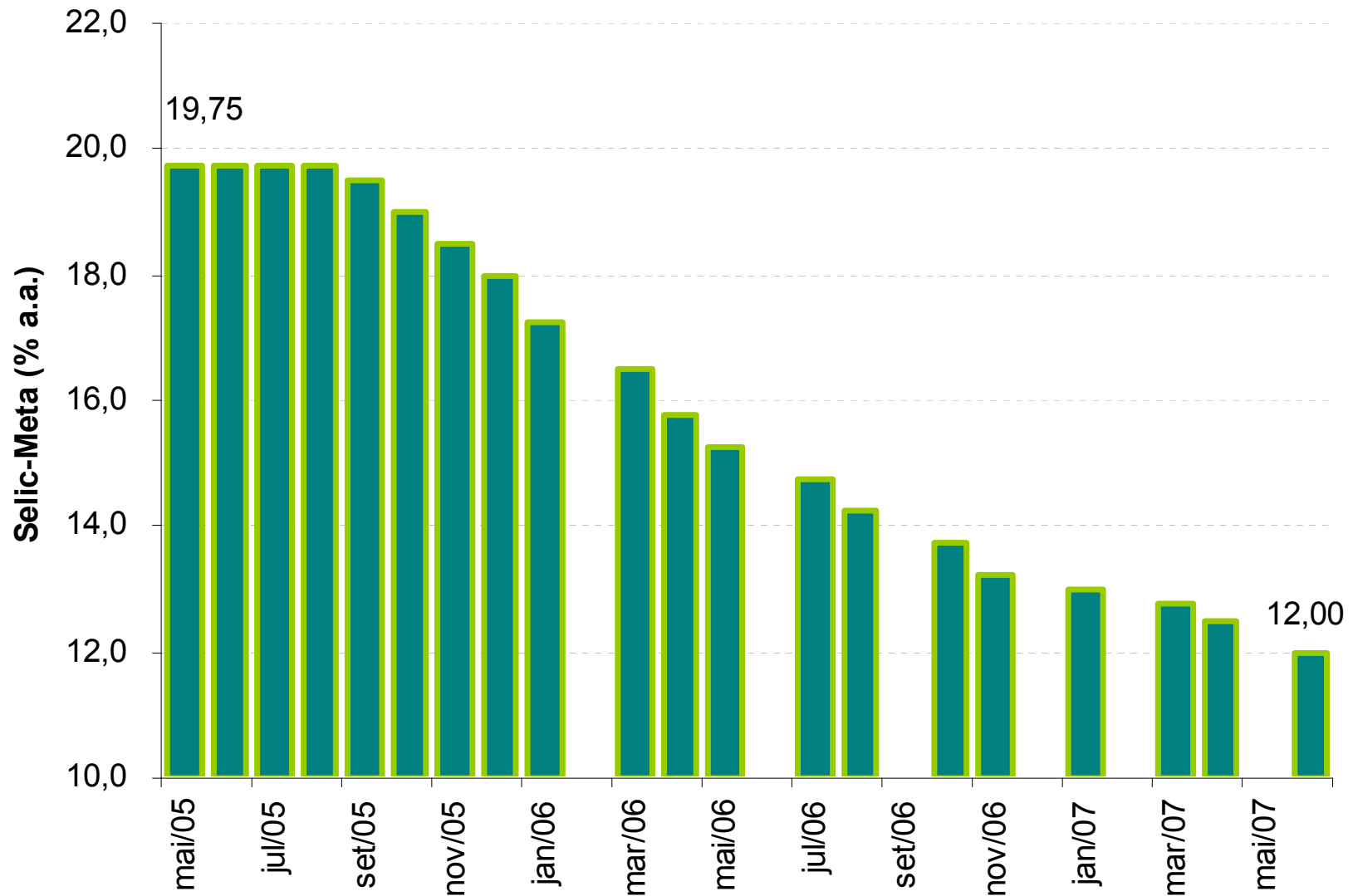
FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO



Fonte: IBGE e FGV

# OS FUNDAMENTOS DA ECONOMIA SÃO POSITIVOS APESAR DE AINDA ELEVADOS, OS **JUROS** ESTÃO EM QUEDA

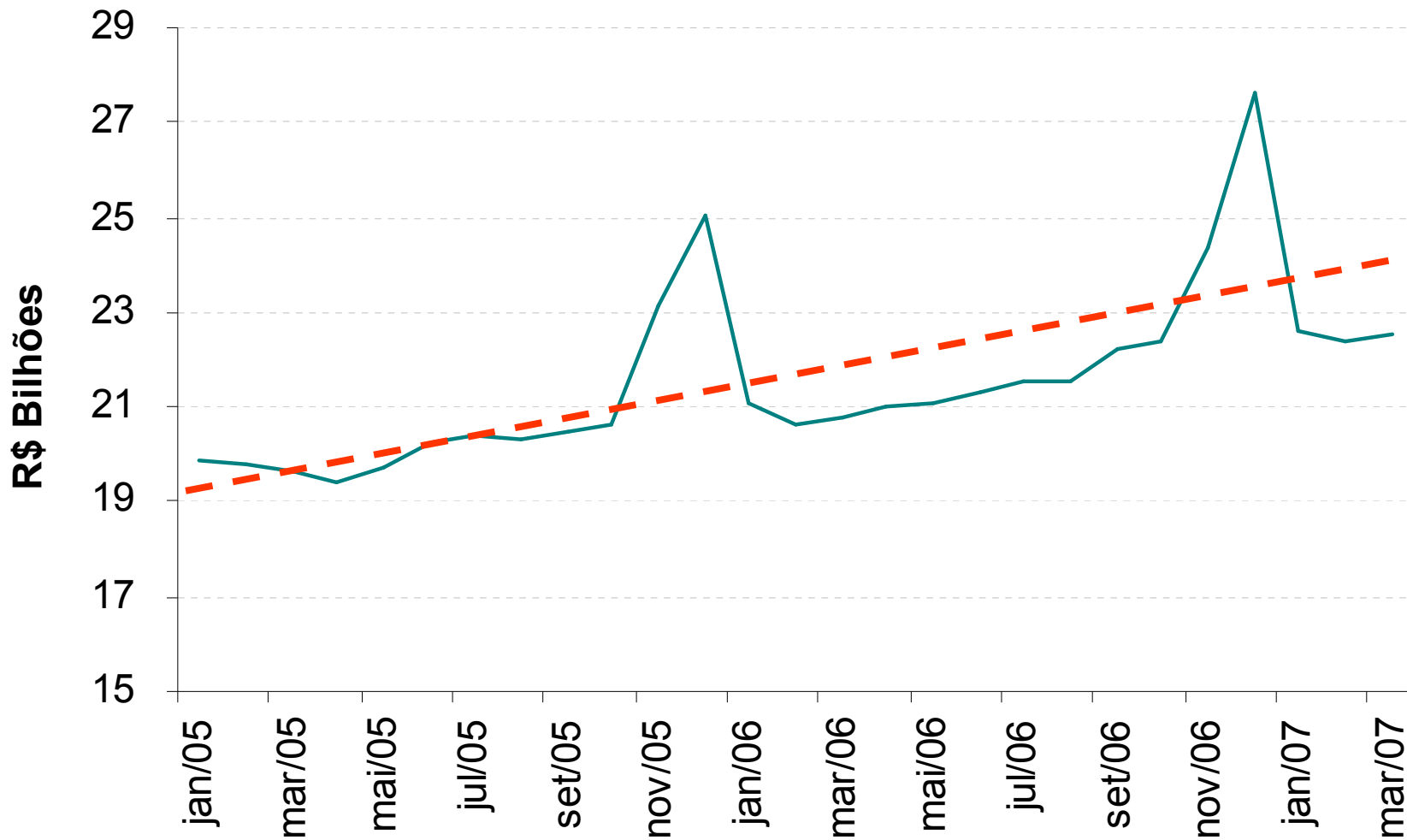
FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO



Fonte: Banco Central do Brasil

**OS FUNDAMENTOS DA ECONOMIA SÃO POSITIVOS**  
**A MASSA DE SALÁRIOS CRESCE DE FORMA SIGNIFICATIVA**  
**CAUSAS: AUMENTO DO EMPREGO E DO SALÁRIO REAL**

**FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO**



Fonte: IBGE

# OS FUNDAMENTOS DA ECONOMIA SÃO POSITIVOS

## AS **VENDAS DO COMÉRCIO** CRESCEM EM TODO O BRASIL

FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO

Unidade da Federação	Últimos 12 meses
Rondônia	5,55
Acre	28,02
Amazonas	11,95
Roraima	22,36
Pará	8,42
Amapá	19,63
Tocantins	16,18

Unidade da Federação	Últimos 12 meses
Maranhão	17,18
Piauí	5,81
Ceará	11,03
Rio G. do Norte	5,82
Paraíba	6,27
Pernambuco	7,26
Alagoas	25,65
Sergipe	6,70
Bahia	9,38

Unidade da Federação	Últimos 12 meses
Mato G. do Sul	7,89
Mato Grosso	- 5,23
Goiás	4,76
Distrito Federal	7,24

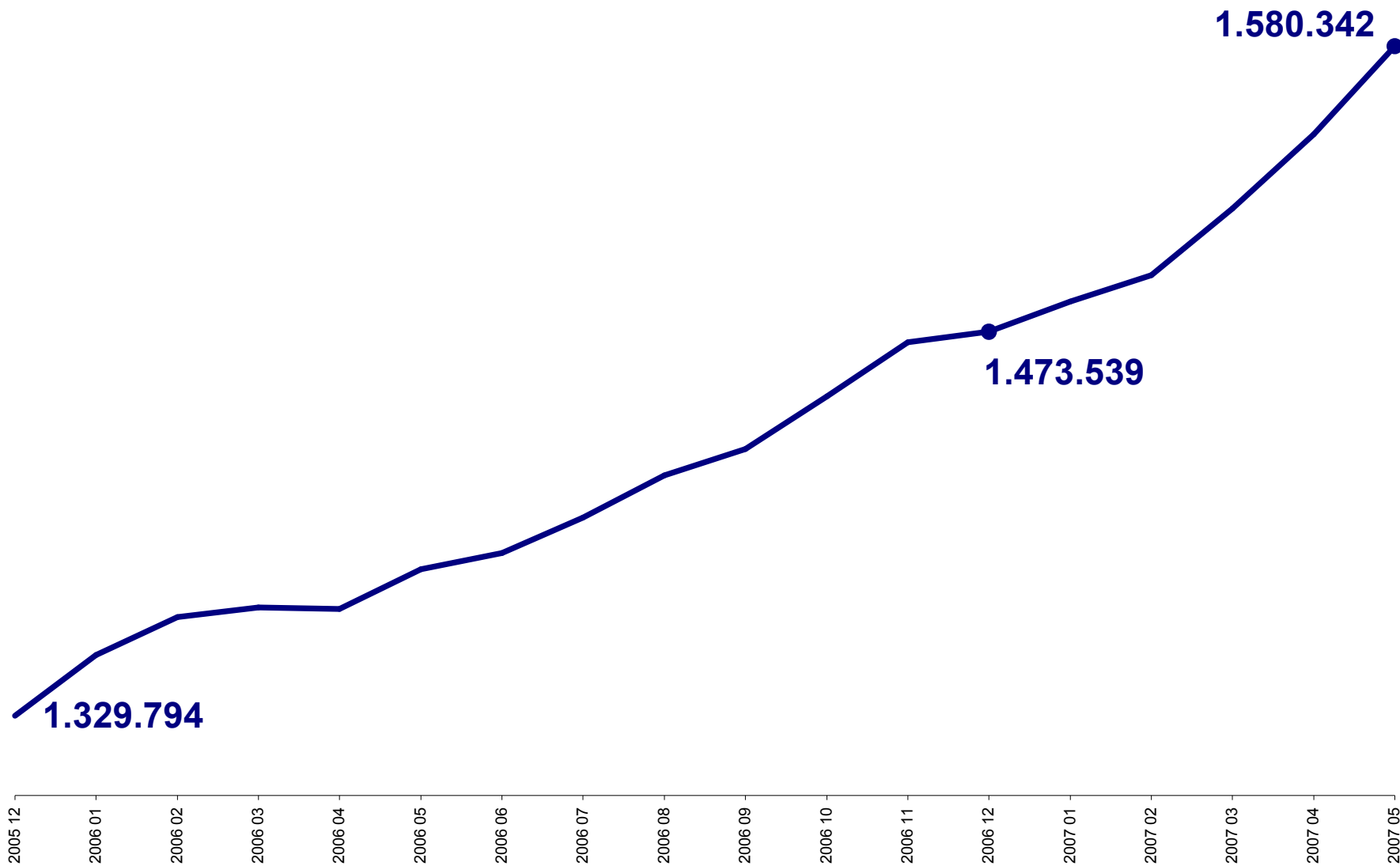
Unidade da Federação	Últimos 12 meses
Minas Gerais	11,07
Espírito Santo	11,38
Rio de Janeiro	6,24
São Paulo	7,14

Unidade da Federação	Últimos 12 meses
Paraná	5,14
Santa Catarina	7,47
Rio G. do Sul	3,36

Fonte: IBGE

**OS FUNDAMENTOS DA ECONOMIA SÃO POSITIVOS**  
**AS VENDAS DE AUTOMÓVEIS BATEM RECORDE**  
(em unidades vendidas em 12 meses)

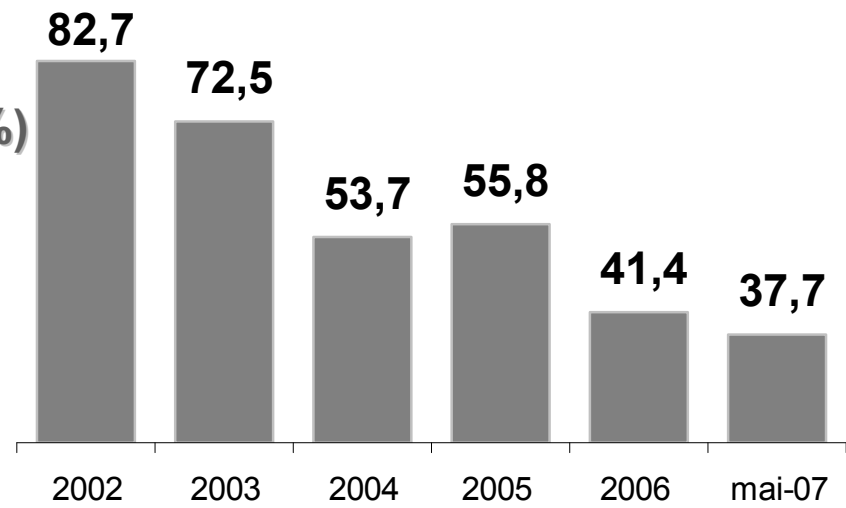
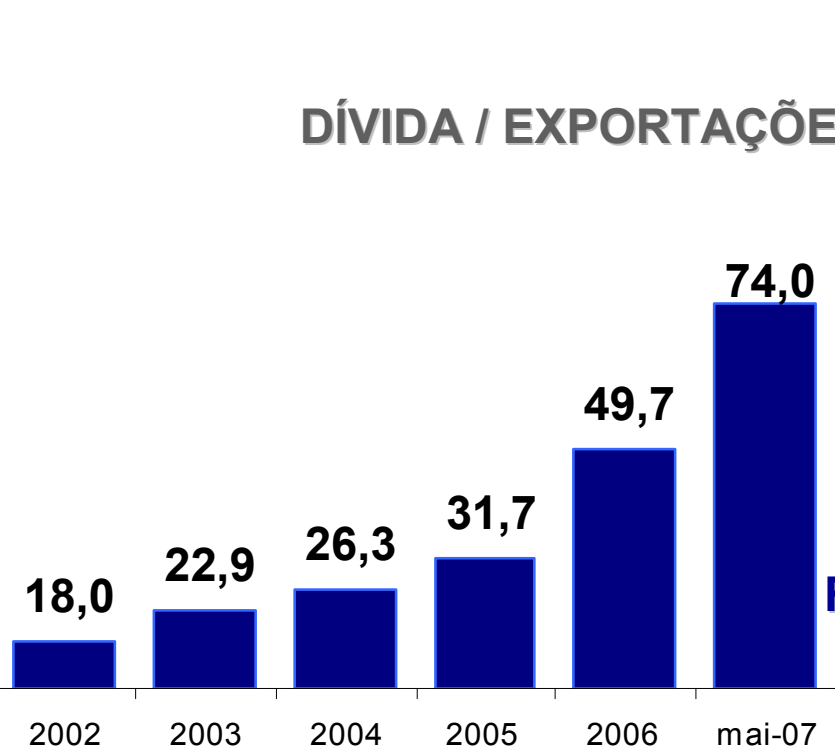
**FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO**



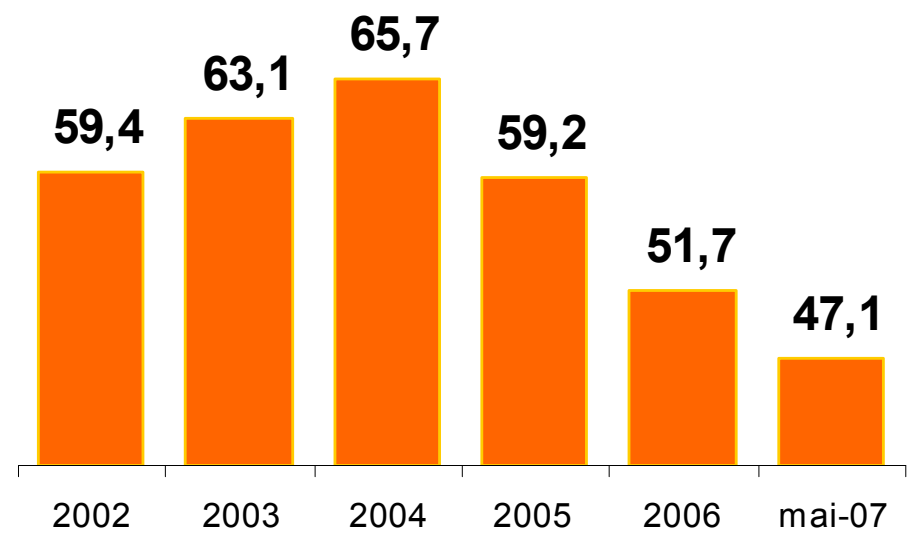
Fonte: Anfavea

**OS FUNDAMENTOS DA ECONOMIA SÃO POSITIVOS**  
**TODOS OS INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO EXTERNO**  
**ESTÃO MELHORES**

**FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO**



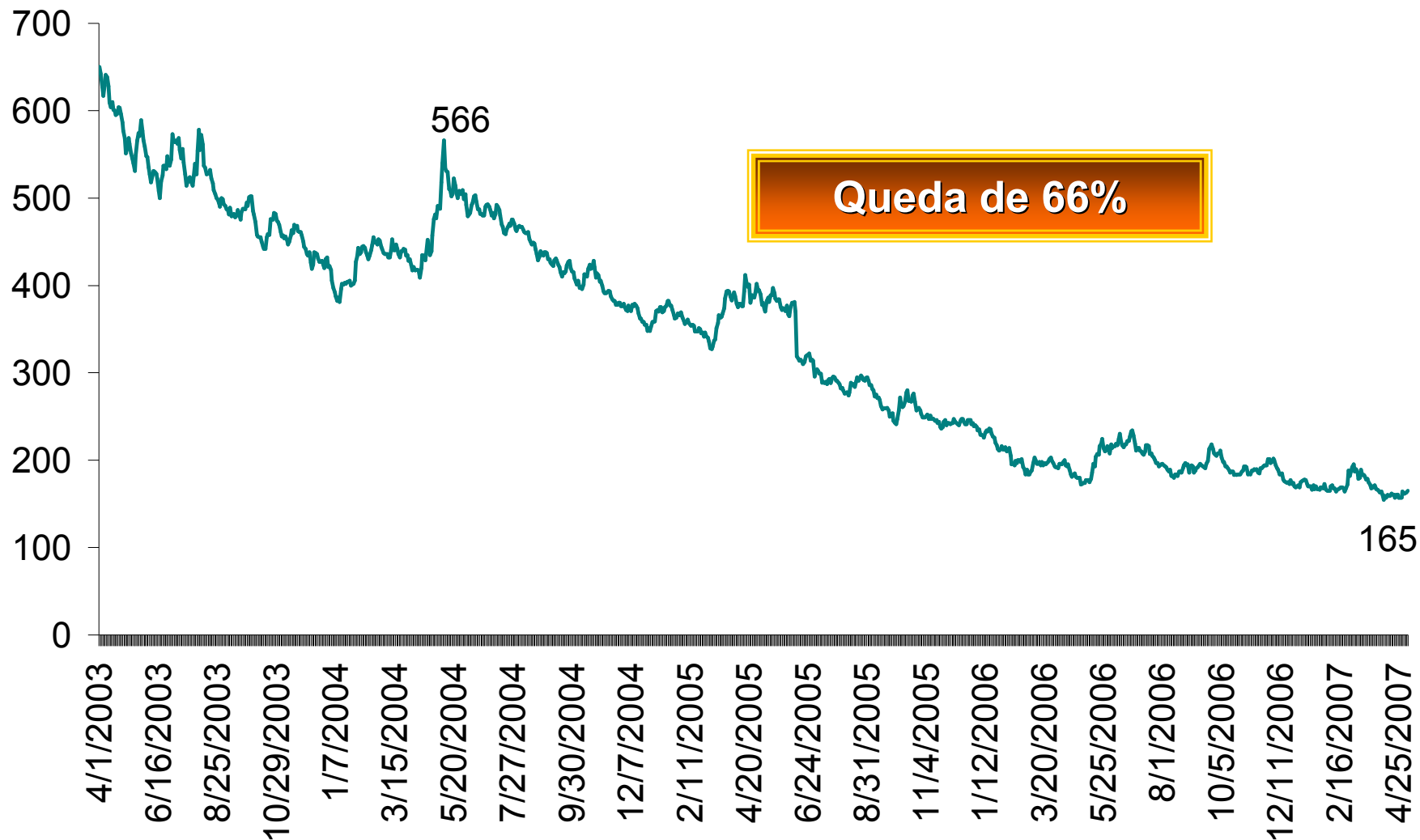
**DÍVIDA DO SETOR PÚBLICO /**  
**DÍVIDA TOTAL (%)**  
**US\$ 86 Bilhões**



Fonte: Banco Central do Brasil. Nota para a Imprensa de julho

**OS FUNDAMENTOS DA ECONOMIA SÃO POSITIVOS  
O RISCO PAÍS É O MENOR DA HISTÓRIA  
(em pontos)**

**FATORES DETERMINANTES DO CÂMBIO**



Fonte: BROADCAST

## CONCLUSÃO PARCIAL CENÁRIO NACIONAL

**No cenário interno há diversos elementos que contribuem para a valorização do real:**

- **Elevada oferta de dólares**
  - **Saldo comercial**
  - **Investimento direto e de portfólio**
- **Melhora nos fundamentos da economia**
  - **Inflação baixa e juros em perspectivas de queda**
- **Massa de salários → impacto no comércio**
- **Melhores indicadores de endividamento externo**
- **Queda do risco-país**

## OS PROBLEMAS ESTRUTURAIS QUE O CÂMBIO ESCONDIA

- **Tributação elevada**
- **Excesso de Burocracia e Incoerência Jurídica**
- **Infra-estrutura e logística inadequadas**
- **Alto custo do crédito**

## TRIBUTAÇÃO ELEVADA

- Custo fiscal da mão-de-obra elevado
- Dificuldade na restituição de créditos tributários (ICMS, PIS, Cofins,...)
- Elevada tributação sobre a produção
- Instabilidade nas leis tributárias

### POSSÍVEIS SOLUÇÕES

- Reduzir o custo da mão-de-obra → **Reforma da previdência**
- Cumprimento de contratos entre o Estado e o setor privado
- Redução e racionalização dos impostos → **Reforma tributária**
- Redução das despesas nas três esferas públicas
- Criar regras tributárias claras, simples e estáveis

## EXCESSO DE BUROCRACIA E INCOERÊNCIA JURÍDICA

- Prazos excessivos para licenciamento, abertura e fechamento de firmas
- Questões aduaneiras
- Imprevisibilidade jurídica
- Problemas ambientais

### RANKING DA COMPETITIVIDADE

Competitividade entre países	GCI	Instituições	Infra-estrutura	Saúde e Educação Primária	Fatores de Eficiência	Fatores de Inovação	
Desenvolvidos	Dinamarca	4	2	5	4	6	7
	EUA	8	27	12	40	1	4
	Finlândia	2	1	10	7	4	6
	Cingapura	5	4	6	20	3	15
Emergentes	Argentina	89	112	72	23	66	79
	<b>Brasil</b>	<b>66</b>	<b>91</b>	<b>71</b>	<b>47</b>	<b>57</b>	<b>38</b>
	Chile	27	25	35	57	31	33
	China	54	80	60	55	71	57
	Índia	43	34	62	93	41	26
	México	58	69	34	31	59	52
	Rússia	62	114	61	77	60	71

**Solução: reforma administrativa do Estado**

## INFRA-ESTRUTURA E LOGÍSTICA INADEQUADAS

O QUE O CÂMBIO ESCONDIA

**DENSIDADE FERROVIÁRIA – Km/1000Km<sup>2</sup>**



**Densidade Brasileira: 3,4**



**Densidade Americana: 29,8**

## ALTO CUSTO DO CRÉDITO

- **Juros elevados**
- **Baixa concorrência no setor bancário**
- **Spread elevado**

### O CUSTO DO CRÉDITO

<i>Juro final</i>		jan/06	mai/07	Var.	<b>Decomposição do Spread</b>	
Pessoa jurídica	Hot Money	51,2	47,4	(3,8)	Custo do FGC	0,24
	Desc. de Duplicatas	40,7	33,7	(7,0)	Custo Total do Compulsório	5,04
	Desc. de Promissórias	51,8	45,7	(6,1)	Custo Administrativo	26,22
	Capital de Giro	37,1	30,6	(6,5)	Cunha Tributária	20,83
	Aquisição de Bens	28,6	18,9	(9,7)	Inadimplência	20,05
Pessoa Física	Cheque Especial	147,8	140,3	(7,5)	Lucro	27,62
	Crédito Pessoal	68,9	52,2	(16,7)		
	Veículos	35,3	29,8	(5,5)		
<b>Taxa Selic Básica</b>		<b>18</b>	<b>12</b>	<b>(6,0)</b>	<b>Total</b>	<b>100</b>

Fonte: BCB

### POSSÍVEIS SOLUÇÕES

- **Aumentar a concorrência no setor bancário**
- **Redução da cunha fiscal**

## CONCLUSÃO: OS PROBLEMAS ESTRUTURAIS QUE O CÂMBIO ESCONDIA

- O câmbio valorizado revelou as **ineficiências** da economia brasileira em questões ligadas à produção.
- Nesse sentido, esse deveria ser um momento de promoção de mudanças que tornassem a economia brasileira mais adaptada às novas condições de competição internacional.
- No entanto, muito pouco tem sido feito.
  - **Reformas:** não parece ser prioridade nas discussões do Congresso
  - O PAC foi restrito em suas ações

## QUAIS SÃO AS ALTERNATIVAS PARA PROMOÇÃO DE UMA DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL?

- *Redução do saldo comercial*
- *Diminuição da taxa de juros*
- *Intervenções do BC no mercado de câmbio*

## MENOR **SALDO COMERCIAL** PODE PROVOCARIA UMA DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL?

- **RESPOSTA:** Nas condições atuais, **SIM**.
- **PROBLEMA:** Não se sabe mensurar o quanto.

Entretanto, mais interessante seria intensificar a corrente de comércio, via um aumento equilibrado entre exportações e importações.

Isso teria como resultado:

- Queda do custo de transporte
- Diminuição da volatilidade do câmbio

## REDUZIR A TAXA DE JUROS PODE PROVOCAR UMA DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL?

- RESPOSTA: **DEPENDE.**
- **PROBLEMA: O resultado pode ser dúbio**

- Por um lado...

Desestímulo à entrada de capital estrangeiro via operações com derivativos e renda fixa.

- Por outro...

Isso poderia ser entendido pelos investidores estrangeiros como uma melhora no perfil brasileiro, o que poderia intensificar o fluxo de capital estrangeiro via bolsa e investimento direto.

**Resultado final: dependeria do fluxo líquido de recursos.  
Dada a liquidez internacional, a redução dos juros no  
Brasil não inibiria a entrada de recursos**

## BANCO CENTRAL **INTERVIR** DE FORMA MAIS INTENSA PROVOCARIA UMA DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL?

- RESPOSTA: **SIM.**

- **PROBLEMAS:**

- Incapacidade Financeira

- Política atual : controle inflacionário

- Compra de moeda estrangeira →

- Custo de esterilização muito alto  
(Juros internos x juros externos)

- Aumento da oferta de títulos →

- Maior taxa de juros (no longo prazo) ?**

# O CENÁRIO ECONÔMICO **INTERNACIONAL** CONTINUA COM PERSPECTIVA POSITIVA

## CRESCIMENTO DO PIB (%)

	2007	2008
<b>Economias desenvolvidas</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>
EUA	2,2	2,8
Zona do Euro	2,3	2,3
Japão	2,3	1,9
Reino Unido	2,9	2,7
<b>Economias emergentes</b>	<b>7,5</b>	<b>7,1</b>
Rússia	6,4	5,9
China	10,0	9,5
Índia	8,4	7,8
<b>Brasil</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>
México	3,4	3,5
<b>Mundo</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>

## RESERVAS NOS BANCOS CENTRAIS (US\$ BILHÕES)

	2007	2008	Var. (US\$ bilhões) em relação a 2006
<b>Economias emergentes</b>	<b>3.674</b>	<b>4.338</b>	<b>1.318</b>
Rússia	380	471	187
China	1.353	1.673	610
Índia	190	207	41
<b>Brasil</b>	<b>123</b>	<b>143</b>	<b>57</b>
México	81	89	16
Demais	1.549	1.755	407

PERSPECTIVAS

# O CENÁRIO ECONÔMICO NACIONAL MANTÉM A PERSPECTIVA POSITIVA

## QUADRO RESUMO DAS EXPECTATIVAS DE MERCADO

	2007	2008
IPCA (%)	3,68%	4,0%
IGP-M (%)	3,49%	4,0%
Taxa de Câmbio		
Fim do ano	1,92	2,0
Média do ano	1,99	2,0
Meta <i>Selic</i> (juros)		
Fim do ano	10,75%	9,75%
Média do ano	11,84%	10,11%
Em US\$ bilhões		
Balança Comercial	42,6	36,05
Investimento estrangeiro Direto	20,0	20,0
PIB (taxa de crescimento %)	4,33%	4,14%

## CONCLUSÃO

- Há consenso de que a valorização cambial apresenta componentes do cenário externo e do cenário interno.
- No cenário interno, tanto o lado real (balança comercial) quanto o financeiro estão colaborando para tal, porém maior força vem do setor real.
- A reversão do processo de valorização não é uma opção fácil e sem custos, principalmente na atual situação do cenário externo.
- A economia tem no câmbio uma variável-chave. Se essa for alterada de forma abrupta e artificial, não apenas ela, mas um conjunto importante de variáveis como a própria taxa de juros podem reagir em sentido oposto ao esperado inicialmente.

## CONCLUSÃO

• A valorização cambial apenas revelou a nossa **falta de competitividade** por fatores estruturais:

- *Tributação elevada*
- *Burocracia*
- *Infra-estrutura e logística*
- *Custo do crédito*

• Enquanto as reformas **tributária e administrativa** e novos/pesados investimentos não acontecerem, temos as seguintes opções para melhorar a competitividade nacional no momento atual:

- *Importação de matérias-primas*
- *Importação de máquinas e equipamentos*
- *Novas linhas de financiamento*
- *Garantia jurídica de restituições legais/constitucionais*