

Economia - Brasil

ARTIGO

Intervenções no mercado futuro e a defesa das reservas

Para avaliar o espaço para diminuir as taxas, garantindo o equilíbrio externo do País, o Banco Central tem de acompanhar o risco Brasil e o cambial, que são fatores interligados

AFFONSO CELSO PASTORE
e MARIA CRISTINA PINOTTI

Na reação à crise do Sudeste Asiático, o governo decidiu preservar o regime cambial, elevando a taxa de juros, com o duplo objetivo de desaquecer a economia, reduzindo os déficits comerciais, e estimular o ingresso (desestimular as saídas) de capitais, estabilizando as reservas. As incertezas e a volatilidade dos mercados provocaram a queda das reservas em outubro e novembro, mas elas se estabilizaram em dezembro, passando a crescer em janeiro. Em fevereiro elas devem apresentar forte elevação.

A evolução da produção industrial do Brasil até dezembro, por outro lado, mostra que, a menos que as taxas de juros desabam com grande velocidade, a recessão deve ser profunda. No entanto, a velocidade de queda dos juros não pode ser determinada nem pela profundidade da recessão nem pelo seu impacto no déficit público, e sim pela sua capacidade de preservar as reservas internacionais. É para permitir o equilíbrio externo que o Banco Central vem direcionando a política monetária.

Para avaliar o espaço para baixar as taxas de juros, o Banco Central tem de monitorar dois riscos interligados: o risco Brasil e o risco de câmbio. Os ativos brasileiros transacionados em dólares no exterior (como os Brady-bonds) não incorrem risco de câmbio, mas incorrem no risco Brasil.

O risco de câmbio pode ou não existir quando um investidor traz dólares do exterior, e existirá se a aplicação for feita sem a cobertura de um hedge. Nesse caso a taxa real de juros é o cupom cambial não coberto, que nada mais é do que a taxa de juros doméstica (o CDI, por exemplo), "deflacionada" pela taxa "ex-post" de desvalorização cambial.

Se o aplicador quiser eliminar o risco de câmbio com um hedge, a taxa real de juros relevante é o cupom cambial coberto. Tecnicamente o cupom cambial coberto é a taxa de rendimento efetivo de operações indexadas ao dólar, como uma NTN-D, uma NBC-E, uma export-note ou aplicações com o risco cambial coberto por derivativos, como um swap de moedas, ou operações nos mercados futuros de juros e câmbio.

Essa taxa é invariável a quaisquer magnitudes de desvalorizações cambiais e, em situações de incerteza, é a mais relevante para determinar a intensidade e a direção dos movimentos de capitais, embora o cupom não coberto também exerça alguma influência.

Em outubro de 1997 cresceu tanto o risco Brasil quanto o risco de câmbio. O crescimento do risco Brasil produziu a elevação do

spread acima do rendimento do Treasury-bond (bônus do Tesouro) norte americano, dos títulos brasileiros emitidos e resgatados em dólares no exterior. Já o crescimento do risco de câmbio conduziu a uma elevação na demanda por hedge cambial e aparece, por exemplo, nas cotações do mercado futuro de câmbio.

Para medir as variações do risco Brasil, podemos observar a evolução do spread, acima do Treasury-bond, de um C-bond brasileiro, por exemplo, e para avaliar o risco de câmbio podemos observar como crescem as projeções das taxas de desvalorização cambial derivadas das cotações do mercado futuro de câmbio na BM&F.

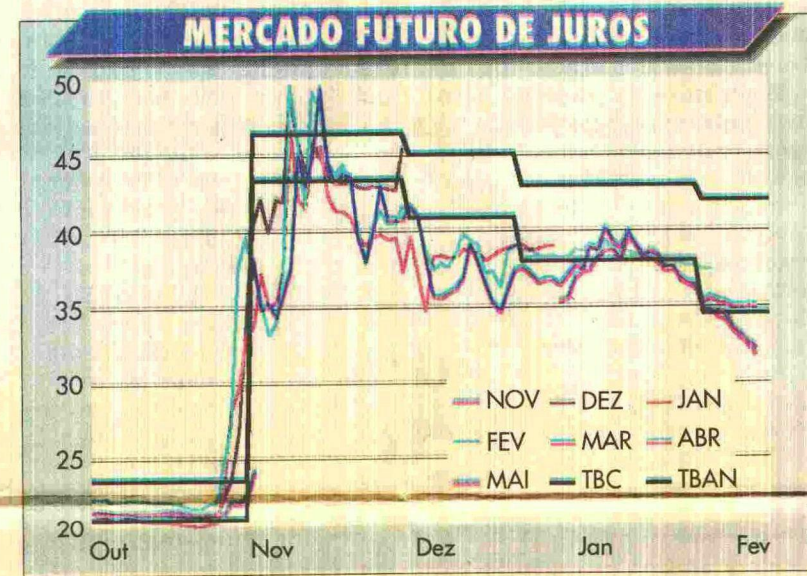
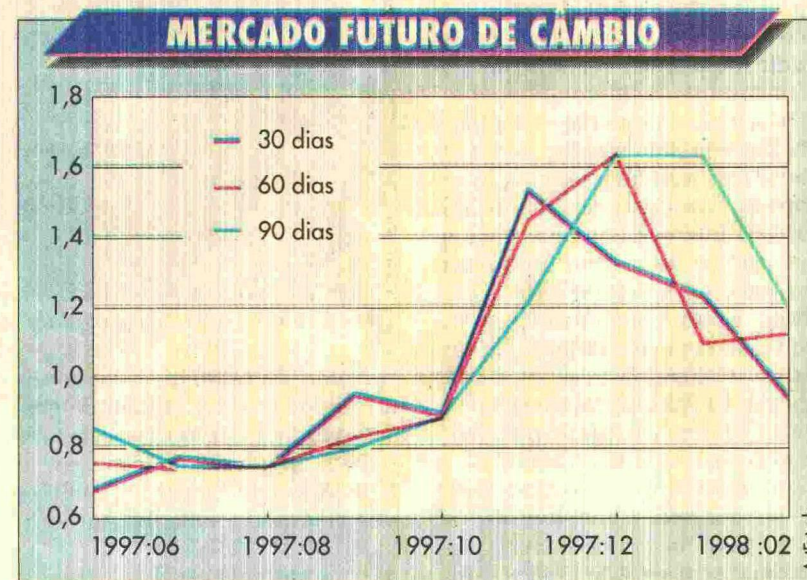
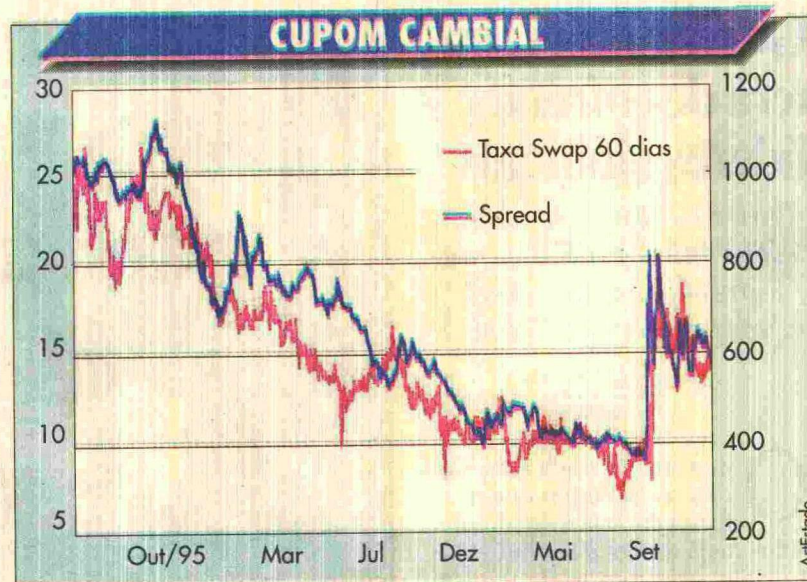
No gráfico 1 está o spread acima do Treasury-bond, de um C-bond brasileiro (na escala da esquerda). A outra curva é uma medida do cupom cambial coberto, obtida em uma operação de swap de 60 dias. Representamos apenas o cupom cambial do swap de 60 dias (DI X US\$) e não temos de nos preocupar com os cupons derivados de outras operações, como as compras de NTN-D, por exemplo, porque todas evoluem paralelamente. Olhando para os movimentos de uma estaremos avaliando os movimentos de todas. Quando o risco Brasil se elevou, a partir de outubro, o Banco Central produziu a elevação do cupom cambial coberto para compensar aquele crescimento.

Como o Banco Central elevou o cupom cambial coberto? Se o governo tivesse mantido constante a sua oferta de hedge, mantendo constantes os estoques de NTN-D e NBC-E, e ausentando-se das vendas de dólares na BM&F por meio da DTFM do Banco do Brasil, o aumento da demanda de hedge teria reduzido todos os cupons cambiais. O Banco Central impediu essa queda: a) elevando vigorosamente a TBC e a TBN; e b)

aumentando a oferta de hedge, vendendo títulos com correção cambial (NTN-D e NBC-E), e oferecendo câmbio futuro na BM&F.

A elevação dos juros, a depressão do dólar futuro e o aumento das taxas das NTN-D e NBC-E produziram o aumento de todos os cupons cambiais, os curtos e os longos, minimizando a saída de capitais durante o auge da crise. Se essas duas medidas não tivessem sido tomadas, a perda de reservas teria sido significativamente maior e não teria sido possível preservar o regime cambial.

Na reunião do Copom de 27 de janeiro, a TBC foi reduzida para 34,5% ao ano e, apesar disso, os fluxos de capitais melhoraram, fazendo antever significativa acumulação de reservas em fevereiro. O BC operou esse "milagre" de duas formas: a) reduzindo os prazos de algumas operações, ou seja, aumentando o seu grau de tolerância ao hot-money; b) provocando, paralelamente à queda da TBC, uma elevação adicional do cupom cambial coberto, atraindo capitais.



De fato, as projeções das desvalorizações cambiais no mercado futuro de câmbio declinaram mais rapidamente do que a TBC. Em princípio o declínio destas projeções poderia ocorrer de modo endógeno, em razão de uma redução da demanda de hedge, ou de modo exógeno, por uma elevação da oferta (do estoque) de hedge.

Embora possa ter ocorrido alguma redução na demanda por hedge (as ondas de choque provenientes do Sudeste Asiático reduziram a intensidade e a frequência), grande parte das quedas nas projeções de dólar futuro derivou do aumento da oferta (do estoque) de hedge pelo BC. Ele vem intervindo nas duas pontas da curva de estrutura a termo de cupons cambiais: na ponta longa, oferecendo NTN-D e NBC-E; e na ponta curta, oferecendo futuros de câmbio de 30, 60 e 90 dias.

Para entender melhor esse ponto, analisemos como funcionam as intervenções na ponta curta daquela curva de estrutura a termo. Nos gráficos 2 e 3 estão as cotações (mensais) nos mercados fu-

turos de câmbio e de juros. As cotações são as do primeiro dia de cada mês. O cupom cambial de 30 dias, por exemplo, é obtido "deflacionando" os juros futuros de 30 dias pelo dólar futuro de 30 dias.

Antes de outubro de 1997, os reajustes cambiais no mercado futuro estavam cotados em torno de 0,75% ao mês, com um prêmio sobre o valor de 0,60% ao mês (que é a taxa média de reajuste da banda cambial) de 0,15%, aproximadamente. Em outubro esse prêmio escalou para o intervalo entre 0,9% e 1,0% ao mês (com as cotações máximas chegando a valores como 1,5% ou 1,6% ao mês). Naquele momento, a defesa do cupom cambial requeria a elevação vigorosa da TBC, que foi puxada de 20,7% para 43,4% ao ano, e o Banco Central deu indicações sobre a velocidade de queda, começando a criar um perfil de estrutura a termo de taxas de juros.

Com a venda de câmbio futuro (e de NTN-D e NBC-E), ele vem produzindo a depressão das cotações do dólar futuro, o que abre o espaço para derrubar a TBC, indu-

zindo uma curva de queda nos juros futuros sem que o cupom cambial decline. A rigor, em fevereiro a intensidade das intervenções no mercado de dólar futuro vem provocando a queda das cotações do câmbio em velocidade maior que a queda dos juros futuros, o que elevou o cupom cambial. Verifica-se, no gráfico 1, que o cupom foi empurrado para cima, elevando-se relativamente ao risco Brasil.

Essa manobra, feita em um momento de relativa tranquilidade no cenário internacional, tem sido, ao lado do encurtamento do prazo de certas operações, a principal responsável pelo aumento do fluxo de entrada de dólares neste mês.

Essa estratégia tem base em uma aposta e tem muitos riscos. Ao vender hedge cambial, o governo cria um passivo fiscal contingente e, se tiver de desvalorizar, o déficit público cresce. Ele não precisa elevar continuamente o estoque de hedge, o que elevaria continuamente o seu passivo fiscal contingente, mas também não pode reduzir aquele estoque, porque isso elevaria as projeções das desvalorizações no mercado futuro de dólares, reduzindo o cupom cambial.

O tamanho desse passivo fiscal contingente impõe limites à oferta de hedge, porque o crescimento do passivo em dólares do governo reduz a credibilidade na qualidade do hedge. Para produzir o equilíbrio externo, o BC tem de recriar confiança para reduzir a demanda de hedge (e não elevar a sua oferta), o que requer a consistência da política econômica. É necessário que os mercados futuros reflitam as expectativas dos agentes privados, não distorcidas pelas intervenções das autoridades econômicas. Se, de um lado, seria defensável que ele interviesse no auge da crise, para evitar o colapso das reservas, é questionável que deva continuar intervindo, nos meses subsequentes.

Existem riscos na aposta de uma melhora permanente na situação internacional, que tem sido tomada como uma razão suficiente para evitar que os mercados futuros reflitam as expectativas de mercado e escondam a verdadeira percepção de riscos por parte dos investidores. Além disso, ao elevar significativamente o cupom coberto e reduzir as exigências de prazos para o capital externo, tem atraído recursos sobretudo de curtíssimo prazo.

Não queremos entrar na bolsa de apostas sobre a velocidade de redução das taxas de juros, mas essa análise fornece os elementos para inferir-la. Os graus de liberdade para reduzir a TBC são fundamentalmente três. O primeiro deriva do fato de que, dado o forte ingresso de capitais em fevereiro, o atual nível do cupom cambial parece ser excessivo. Esse cupom poderia declinar, estabilizando as reservas, mas é importante lembrar que ele aparenta ser excessivo basicamente porque: a) o BC vem intervindo no mercado futuro de câmbio e não porque as quedas nas projeções de desvalorizações, no mercado futuro de câmbio, refletem uma melhora das expectativas dos agentes privados; b) por-

que ele permitiu o encurtamento dos prazos de certas operações. Se voltar aos prazos mais longos, parte daquele "excesso" do cupom cambial desaparece, e se não o permitir estará encurtando perigosamente a estrutura de vencimentos das obrigações externas.

O segundo deriva de alguma queda adicional dos prêmios no mercado futuro de câmbio. Isso somente poderia ocorrer: a) de modo endógeno, se os fundamentos melhorassem o suficiente; b) de modo exógeno, se o Banco Central continuasse intervindo no mercado futuro de câmbio. Alguns fundamentos melhoram com a aprovação das reformas administrativa e da previdência, mas elas têm efeitos mais no longo prazo do que no curto. Na ausência desse efeito, e diante do fato de que a economia internacional mudou, em razão da persistência da crise do Sudeste Asiático, o prêmio sobre os 0,6% ao mês terá de ser necessariamente maior do que era antes de outubro. Significa que o prêmio no mercado futuro não deve retornar, pelas forças de mercado, e sem as intervenções do BC, aos níveis pré-crise. Ou seja, ainda que o BC não tenha de continuamente elevar o estoque de hedge, também não pode reduzi-lo, a menos que os fundamentos melhorem.

O terceiro é a queda do risco Brasil. Ele é composto pela superposição do risco dos países emergentes e da posição brasileira dentro deste grupo. O risco Brasil pode reduzir-se porque declinou o risco dos países emergentes, mantendo-se a nossa posição relativa dentro do grupo, ou porque a nossa posição relativa melhorou,

mantido o risco dos países emergentes, ou ainda pela combinação desses dois fatores. O primeiro desses dois efeitos é exógeno ao Brasil, porque escapa ao controle das autoridades monetárias. Ele somente se beneficiará se a situação no Sudeste

**ATITUDE DAS
AUTORIDADES
TEM ATRAÍDO
BASICAMENTE
RECURSOS DE
CURTÍSSIMO
PRAZO**

Asiático melhorar significativamente. A segunda componente depende da execução da política econômica dentro do Brasil.

Há uma quarta alternativa, que apresentamos apenas para esgotar a lista, porque seria fundamentalmente errada: a redução da velocidade de reajuste do câmbio. Aritmeticamente, a curva dos juros futuros pode declinar mais rápido, prevendo uma queda mais veloz da TBC, se o dólar futuro baixar, o que seria induzido pela redução das correções mensais na banda de flutuação cambial.

O erro consistiria em ignorar a existência de uma valorização cambial e supor que a redução da velocidade das correções mensais derrubaria de forma autônoma as desvalorizações do dólar futuro, quando as expectativas de desvalorização derivam dos déficits elevados nas contas correntes, que persistem.

Affonso Celso Pastore, economista, é ex-presidente do Banco Central
Maria Cristina Pinotti, economista, é consultora da Pastore e Associados