

Política Econômica

e m f o c o

Suplemento 1 do Boletim semestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica – n. 6 – Maio / Out. 2005
17 de março de 2006.

INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

Diretor

Prof. Dr. Marcio Percival Alves Pinto

Diretor Executivo do CECON

Prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva

Diretora Adjunta do CECON

Prof. Dra. Daniela Magalhães Prates

ÁREAS DE CONCENTRAÇÃO

Política Econômica

Prof. Dr. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

Economia Internacional

Prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva

André Martins Biancarelli (Doutorando do IE)

Eduardo Roberto Zana (Mestrando do IE)

Balanco de Pagamentos

Prof. Dra. Daniela Magalhães Prates

Moeda e Finanças Privadas

Prof. Dra. Maryse Farhi

Finanças Públicas

Prof. Dr. Francisco Luiz C. Lopreato

Produção, Emprego e Renda

Cláudio Roberto Amitrano (Doutorando do IE)

Métodos Quantitativos

Prof. Dr. Emerson Fernandes Marçal

Gerência de Informações

Eliana Ribeiro da Silva

Bolsistas de Iniciação Científica

Aline Priscila de Camargo

Flávio Arantes dos Santos

João Henrique de Melo

Leandro Ramos Pereira

Livia de Bastos Martini

Luis Fernando Brugnerotto

Priscila Moretti Capellato

Silas Thomaz da Silva

Stella Alves Buzatto

Thiago de Moraes Moreira

Vitor Augusto Paschoal

Secretaria do CECON

Mário Aparecido de Gobbi

Projeto visual/Normalização/

Editoração eletrônica

Célia Maria Passarelli

A NOVA DIMENSÃO DA VULNERABILIDADE EXTERNA

Maryse Farhi e Daniela Prates

As decisões tomadas pelo governo brasileiro no início de fevereiro de 2006 – recompra de parte dos títulos da dívida externa e concessão de incentivos fiscais aos investidores estrangeiros para a aquisição de títulos da dívida pública interna – não constituem um caso isolado. Medidas semelhantes foram tomadas por outros países latino-americanos – como, por exemplo, o México e a Colômbia – e melhoraram significativamente os indicadores tradicionais de liquidez e, principalmente, de solvência externa desses países, ao resultarem em queda dos riscos-país e da dívida externa.¹ No caso brasileiro, a mesma tendência foi observada e teve como desdobramentos tanto reações positivas dos mercados financeiros como a elevação da classificação de risco de crédito (*rating*) do país anunciada pela Standard & Poor's em 28 de fevereiro.

Entretanto, cabe interrogar se a melhora desses indicadores corresponde a uma efetiva redução da vulnerabilidade externa desses países e, particularmente, do Brasil. Essa vulnerabilidade só teria sido reduzida se essa melhora não viesse acompanhada do acirramento de outros fatores ou correias de transmissão da instabilidade gerada nos mercados financeiros internacionais para as economias periféricas. Argumenta-se, a seguir, que uma nova dimensão da vulnerabilidade externa está emergindo em função do peso cada vez mais relevante dos investidores estrangeiros nos mercados financeiros destas economias, que acentua a influência da “supremacia dos mercados” na sua dinâmica.

¹ A queda do estoque de dívida externa implica redução do indicador tradicional de solvência externa, dívida externa total/exportações. Já a redução do risco-país, ao reduzir o custo do serviço da dívida vincenda no curto prazo, tem efeitos positivos sobre os indicadores de liquidez externa que incluem este serviço no numerador (como o indicador da Standard & Poor's).

A supremacia dos mercados – característica fundamental da atual configuração financeira internacional – manifesta-se de forma distinta nas economias periféricas no que se refere ao seu poder de determinar as curvas de taxas de juros e a taxa de câmbio. As diferenças decorrem de vários fatores: dos distintos graus de liberalização financeira interna e externa; do regime cambial adotado; da forma de interação entre os mercados e as autoridades; e do grau de desenvolvimento dos mercados financeiros domésticos, em particular dos derivativos financeiros. Em relação especificamente à vulnerabilidade externa, a influência desta supremacia depende essencialmente do grau de abertura financeira: quanto maior este grau, mais as economias periféricas estarão sujeitas a bruscas mudanças de humores dos investidores estrangeiros levando à acentuada e, por vezes, nefasta volatilidade de suas principais variáveis financeiras. Ou seja, quanto mais essas economias avançam na liberalização financeira externa, mais forte se torna sua vinculação aos ciclos de liquidez internacionais e, assim, mais intenso o impacto desses ciclos nos momentos de euforia e de reversão.

No final da década de 1990, as crises cambiais associadas à reversão dos fluxos de capitais especulativos foram sucedidas pela adoção de regimes de câmbio flutuante por várias economias periféricas. Por definição, nesses regimes, quanto menor a interferência das autoridades monetárias nas operações com divisas, maior a influência da lógica dos mercados financeiros globalizados na determinação da taxa de câmbio e dos demais ativos financeiros internos. Nas economias que adotaram esse regime cambial, as súbitas mudanças de humores e expectativas que caracterizam essa lógica – em geral provocadas por fatores externos, totalmente desvinculados de

sua dinâmica interna² – contaminam diretamente o comportamento das variáveis financeiras, engendrando forte volatilidade das taxas de câmbio e dos preços dos ativos.

Contrariamente ao suposto pela abordagem teórica convencional, num contexto de elevada mobilidade de capitais a adoção de um regime de câmbio flutuante não amplia os graus de liberdade da política monetária. Na verdade, ela acentua a inter-relação entre taxa de juros e taxa de câmbio, principalmente nas economias periféricas. Como essas economias são vulneráveis a *sudden stops* ou a *overflows* dos fluxos de capitais de curto prazo, a taxa de juros resultante da política monetária (a taxa básica da economia ou *policy rate*) passa a sofrer influência direta da taxa de câmbio (já, as economias que mantêm algum grau de controle sobre os fluxos de capitais conseguem, pelo menos parcialmente, insular suas políticas monetária e cambial dos efeitos dos ciclos de liquidez internacionais³).

Ademais, no contexto atual de globalização financeira, os mercados financeiros exercem forte influência na determinação das taxas de juros de prazos mais longos.⁴ Como aponta Truman

² As discussões sobre as crises das economias emergentes do final da década de 1990 levaram muitos economistas, inclusive vários vinculados ao FMI, a aceitar que essa alternância não pode ser explicada apenas pelos fundamentos das economias atingidas. Eles apontam que o comportamento dos investidores nos mercados financeiros internacionais também tem forte influência. Os agentes de transmissão das crises não seriam apenas fatores econômicos e riscos locais ou internacionais, mas mudanças exógenas na atitude dos investidores diante dos riscos. A liberdade irrestrita dos fluxos de capitais internacionais permite que países sejam suscetíveis a crises, mesmo quando estão praticando as recomendadas políticas macroeconômicas saudáveis.

³ Ver: Mohanty, M. S.; Scatigna, M. Has globalisation reduced monetary policy independence? In: GLOBALISATION and monetary policy in emerging markets. May 2005. (BIS Papers n. 23). Disponível em: <http://www.bis.org>.

⁴ A distribuição no tempo das taxas de juros forma a curva de rendimentos (*yield curve*) de títulos. Os diversos formatos dessa curva decorrem, por um lado, da política monetária e fiscal e da conjuntura econômica vigente e, por outro lado, das expectativas e da interação dos agentes dos mercados.

(2002),⁵ existe um consenso razoavelmente amplo de que quanto mais abertos forem os mercados e o sistema financeiro de um país, menor será a capacidade da autoridade monetária de influir na formação da curva de juros e na determinação da taxa de câmbio. Esse efeito é reforçado quando os mercados financeiros são amplos e profundos (o que pressupõe a existência de mercados de derivativos desenvolvidos), já que estes permitem a realização de operações mais variadas e complexas do que nas economias com mercados mais estreitos ou estritamente regulamentados. Mediante as operações de arbitragem, a percepção dos investidores internacionais transmite-se quase instantaneamente às variáveis financeiras internas.

Assim, dois fatores estruturais destacam-se na determinação da influência dos mercados financeiros sobre a determinação dos preços-chave – juros e câmbio – das economias periféricas no ambiente financeiro contemporâneo:

1- a existência de mercados domésticos de derivativos financeiros amplos e líquidos que passam a ter papel muito importante na determinação das taxas de câmbio e da estrutura a termo das taxas de juros;⁶

2- a possibilidade de acesso dos investidores estrangeiros aos mercados financeiros domésticos à vista ou de derivativos.

⁵ Truman, E. M. *Inflation targeting from a global perspective*. Apresentado no Rio de Janeiro em 17 de maio de 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>.

⁶ A análise dos mercados financeiros domésticos das economias emergentes deve ser complementada pela discussão do surgimento e expansão de mercados *offshore* de câmbio das suas moedas. Esses novos mercados permitem operações de câmbio independentes da política cambial e do grau de abertura financeira adotadas pelos países emitentes. Mas, suas repercussões internas distinguem-se radicalmente entre os países que mantêm controle dos fluxos de capitais – que dificultam ou impedem a realização de operações de arbitragem entre o mercado *offshore* e o mercado interno, diminuindo ou eliminando a contaminação da taxa de câmbio interna – e os que aderiram à desregulamentação de suas contas financeiras – para os quais as operações de arbitragem entre negociações externas e internas de suas moedas afetam diretamente a taxa de câmbio efetivamente praticada.

No Brasil, a combinação entre a liberdade de atuação dos estrangeiros nos mercados de derivativos domésticos (instituída pela Resolução n. 2.689 de 26 de janeiro de 2000 na gestão Armínio Fraga Neto na presidência do Banco Central) e o crescimento acentuado das posições nos mercados *offshore* de Real foi decisiva no movimento de apreciação da moeda nacional durante o ano de 2005. A valorização do Real foi mais acentuada relativamente à de outras moedas “emergentes” devido ao choque de juros promovido pelo Banco Central: entre setembro de 2004 e maio de 2005, a taxa de juros básica da economia brasileira, normalmente situada entre as mais elevadas do mundo em termos nominais e reais, subiu ainda mais, apesar da forte queda do risco país. A flagrante divergência entre taxa de juros e o risco-país condicionou os movimentos verificados nos mercados de ativos brasileiros e levou os investidores internacionais a intensificar suas apostas na valorização do real e na queda da taxa de juros básica da economia.

As recentes medidas governamentais devem ser avaliadas conjuntamente. Ambas buscam tirar proveito do imenso apetite por rentabilidade dos investidores estrangeiros no atual contexto de ampla liquidez internacional para reduzir o custo da dívida pública externa e promover uma melhora do perfil da dívida pública interna. Todavia, elas podem acentuar aquelas apostas especulativas e ampliar a vulnerabilidade da economia brasileira a mudanças súbitas dos humores dos investidores externos.

A operação de recompra da dívida externa, anunciada no dia 9 de fevereiro, faz parte de um programa de médio prazo de uso de reservas internacionais para recompra de títulos brasileiros em circulação no mercado internacional implementado pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central como seu agente

financeiro. O governo pretende recomprar US\$ 20 bilhões até dezembro de 2006, mas sua gradual efetivação dependerá de condições de mercado.⁷ Seu alvo preferencial é os títulos da dívida reestruturada (os chamados bônus *bradies*) e aqueles com vencimento até 2010. A intenção do governo com essas operações é reduzir o custo da dívida externa, já que estes títulos foram emitidos quando o risco-Brasil era muito alto e, assim, embutem elevados prêmios de risco.

Já a segunda iniciativa foi sancionada pela MP 281, editada dia 15 de fevereiro. Essa medida, originalmente proposta pela Andima, reduz ou isenta de Imposto de Renda (IR)⁸ as aplicações de investidores estrangeiros em títulos públicos e em fundos de capital de risco, bem como de CPMF os investidores estrangeiros e nacionais nas emissões primárias de ações e no aumento de capital de empresas. Entretanto, a MP restringe esses benefícios aos investidores estrangeiros fiscalmente domiciliados em países em que a tributação sobre ganhos financeiros não seja inferior a 20%.

Vale lembrar que a aquisição direta de títulos de renda fixa, públicos e privados, pelos investidores estrangeiros foi permitida em janeiro de 2000 pela já mencionada Resolução n. 2.689

⁷ Este programa tem por objetivo reduzir o fluxo de pagamento do serviço (principal e juros) da Dívida Pública Mobiliária Federal Externa (DPMFe), seguindo à diretriz de redução do percentual desta dívida vincendo em 12 meses e da participação da dívida cambial na Dívida Pública Federal definida nos Planos Anuais de Financiamento do Tesouro Nacional desde 2003. O Banco Central do Brasil informará mensalmente os valores utilizados e os títulos cancelados. Do início do ano até 9 de fevereiro (inclusive) foram utilizados US\$ 2,3 bilhões para o resgate antecipado dos títulos e o Tesouro já anunciou que recomprará o estoque remanescente de *bradies* no dia 15 de abril, no valor de US\$ 6,4 bilhões. Os títulos adquiridos pelo Banco Central do Brasil são transferidos ao Tesouro Nacional e periodicamente cancelados. Operacionalmente, os títulos estão sendo adquiridos com recursos oriundos das reservas internacionais brasileiras, comprados pelo Tesouro Nacional junto ao Banco Central do Brasil.

⁸ Esta tabela é estabelecida em função do prazo das aplicações; a alíquota do IR torna-se zero para as aplicações de prazo igual ou superior a dois anos.

(até então, a aquisição destes títulos ocorria indiretamente, mediante os chamados Fundo de Renda Fixa Capital Estrangeiro). No entanto, em função da elevada carga tributária (além de IR, IOF e CPMF) e demais custos envolvidos (como as comissões cobradas pelos bancos), bem como da atraente alternativa de aplicar em derivativos vinculados à taxa de juros do real, esses investimentos foram irrisórios. O estoque atual de títulos públicos detido por investidores externos totaliza somente US\$ 5 bilhões. O objetivo da MP 281 é exatamente reduzir esses custos e, assim, estimular a demanda por títulos públicos internos pelos investidores estrangeiros.

A expectativa do Tesouro é de que esse aumento proporcione tanto uma redução dos juros pagos sobre os títulos de curto prazo, como um alongamento dos prazos da dívida pública interna (e, assim, a formação de uma “verdadeira” *yield curve* no Brasil). A redução do gasto em juros, estimada em US\$ 1,2 bilhão em 2006, compensaria amplamente a renúncia fiscal, que deve chegar aos R\$ 152,3 milhões esse ano, de acordo com a Secretaria do Tesouro Nacional. É provável que essa expectativa se confirme. Dada a demanda por “*duration*” pelos investidores institucionais estrangeiros (principalmente pelas seguradoras e fundos de pensão),⁹ a ampliação da participação desses investidores no carregamento dos títulos da dívida pública interna pode promover o alongamento de seus prazos, além da redução dos juros de longo prazo.¹⁰ Ademais, dada a

⁹ Os fundos de pensão e seguradoras demandam títulos de mais longo prazo em função da necessidade de evitar descasamentos de prazo entre seu passivo, estruturalmente de longo prazo, e seu ativo. Com a redução das taxas de juros de longo prazo nos países centrais nos últimos anos, esses investidores passaram a demandar títulos de mais longo prazo dos mercados emergentes de forma a garantir a rentabilidade do seu ativo.

¹⁰ Nesse contexto, a taxa de juros básica da economia brasileira (que permanece, em termos reais, acima de 10%, se mostrando insensível à queda do risco-país) se tornará ainda mais “excêntrica” no contexto financeiro global.

expectativa de queda da taxa de juros de curto prazo, esta ampliação pode contribuir para aumentar a participação dos títulos prefixados ou indexados aos índices de inflação. Essa mudança no perfil da dívida interna, simultaneamente à redução da dívida externa, reduzirá o “*currency mismatch*” da dívida pública brasileira.

Todavia, se o pacote de medidas resultar, efetivamente, em troca de dívida externa por interna, o custo da dívida pública total não será necessariamente reduzido. Por um lado, após o anúncio deste pacote, o prêmio de risco da dívida externa, cujo custo atual é inferior ao da dívida interna, diminuiu devido à queda do risco-Brasil provocada tanto pelas recompras já efetuadas em 2006¹¹ como pela elevação do *rating* concedido ao Brasil pela agência Standard & Poor’s (associada ao próprio pacote). Por outro lado, mesmo supondo que a ampliação da participação dos investidores estrangeiros implique uma trajetória de queda dos juros internos, esta deverá ser lenta. Assim, no curto prazo, o diferencial entre a taxa de juros externa e interna deverá se ampliar.

Além dos seus impactos (ainda incertos) sobre o perfil da dívida pública, tais medidas contêm implícitos efeitos colaterais que podem se revelar deletérios. Elas tendem a promover nova rodada de apreciação da taxa de câmbio do real e, ao incentivar uma maior participação dos investidores estrangeiros nos mercados financeiros domésticos, reforçarão o vínculo das variáveis financeiras brasileiras aos ciclos financeiros internacionais, acentuando os impactos da alternância entre os períodos de atração de capitais (busca de rendimentos) e de aversão aos riscos.

Algumas características do ciclo recente de liquidez para os “mercados emergentes”, como o

¹¹ Ao adquirir papéis da dívida externa, o governo exerce uma pressão altista sobre os preços e baixista sobre os prêmios de risco desses papéis.

predomínio quase absoluto de lançamentos de títulos de dívida externos (*vis-à-vis* os empréstimos bancários), o vinculam mais estreitamente à lógica dos mercados financeiros e o tornam, em certa medida, mais vulnerável a súbitas mudanças de humores. Esse ciclo tem sido marcado por intensa valorização dos ativos das economias periféricas a ponto de assumir contornos de bolha especulativa. Assim, mesmo que o conjunto destas economias encontre-se numa situação externa mais sólida do que no ciclo dos anos 1990,¹² a forte valorização dos ativos dos mercados emergentes pode ceder lugar a desvalorizações muito acentuadas.

Uma reversão do atual ciclo de liquidez internacional se manifestará, sobretudo, por uma desvalorização dos ativos “emergentes”, que será tão mais abrupta quanto maiores forem as posições dos investidores estrangeiros.¹³ Essa desvalorização, agravada pela liquidação das posições especulativas em derivativos, pode ter fortes impactos nas taxas de câmbio e de juros, que serão bem mais agudos naquelas economias que abriram irrestritamente o acesso a seus mercados financeiros e aceitaram uma elevada participação estrangeira no desenvolvimento e expansão dos mercados de ativos financeiros, como o Brasil.

Assim, a avaliação do impacto do pacote recente de medidas sobre a vulnerabilidade externa da economia brasileira não é trivial e deve levar em conta o seu grau elevado de

¹² As economias emergentes têm aproveitado as condições favoráveis de liquidez internacional para reduzir seu endividamento externo líquido. Esse movimento foi facilitado pela alta dos preços das *commodities* no período 2003-2005, associada à expansão econômica razoavelmente sincronizada das principais economias centrais e à emergência da China como pólo de crescimento, que beneficiou as exportações de vários países periféricos.

¹³ Uma avaliação do tamanho das posições de investidores internacionais em ativos brasileiros pode ser encontrada em Farhi, M. Ativos brasileiros e liquidez internacional. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 5, 29 de set. 2005. (Suplemento 5).

abertura financeira. Se, por um lado, a redução do estoque da dívida externa, associada à recompra dos títulos *brady*, implicará melhora do indicador tradicional de solvência externa – dívida externa total/exportações –, por outro lado, o aumento das investimentos estrangeiros de portfólio em títulos públicos domésticos ampliará o peso já relevante dos agentes externos no mercado financeiro brasileiro e, com isso, sua vulnerabilidade tanto à reversão dos fluxos de capitais como às mudanças súbitas nas expectativas destes agentes. Vale lembrar que dadas as elevadas posições dos investidores estrangeiros em derivativos vinculados às taxas de juros e de câmbio do real, uma reversão dessas posições – suscitada, por exemplo, pela alta das taxas de juros nos países centrais – pode desencadear movimentos abruptos da taxa de câmbio, com repercussões macroeconômicas adversas.

Finalmente, é importante mencionar que a opção de política econômica do governo Lula - combinação de um regime de câmbio flutuante com o aprofundamento da abertura financeira – não é generalizada entre os chamados países “emergentes”. A adoção dos regimes de câmbio flutuante pelos países periféricos após o final dos anos 1990 não levou à adoção de uma política cambial uniforme, mas a nítidas diferenciações entre aqueles que procuram manter a taxa de câmbio de suas moedas competitivas, perseguindo uma política agressiva de acumulação de reservas internacionais, e os que se resignam a deixá-la se apreciar. Ela também não foi acompanhada, necessariamente, pelo abandono dos controles de capitais. Como sugerem vários estudos sobre o tema (Greenville, 2000¹⁴ e Mohanty e Scatigna, 2005), controles de capitais podem inclusive se revelar uma precondição à adoção de políticas cambiais mais

flexíveis por esses países, funcionando como “filtros” que atenuam os efeitos instabilizadores dos fluxos financeiros de curto prazo ou mesmo auxiliando na gestão destes regimes ao aliviar as pressões sobre a taxa de juros nos momentos de saída de capitais. Os países que optaram por esta estratégia de política econômica estão certamente menos sujeitos à lógica da “supremacia dos mercados” e, assim, menos suscetíveis à reversão do ciclo recente de liquidez externa.

¹⁴ Greenville, S. Exchange rate regimes for emerging markets. *Reserve Bank of Australia Bulletin*, p. 53-63, Nov. 2000.