

Política Econômica

e m f o c o

Suplemento 4 do Boletim semestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica – n. 4 – maio/out. 2004.
11 de março de 2005.

INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

Diretor

Prof. Dr. Marcio Percival Alves Pinto

Diretor Associado

Prof. Dr. Jorge Ruben Biton Tapia

Diretor Executivo do CECON

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

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)

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

Dr. Emerson Fernandes Marçal

Gerência de Informações

Eliana Ribeiro da Silva

Bolsistas de Iniciação Científica

Ana Carolina de Carvalho Silva

Augusta Rodrigues de Oliveira

Bruno Martarello de Conti

Camila Cristina Belotti

Eduardo Roberto Zana

Flávia Akemi Koyama

Flávio Arantes dos Santos

Guilherme Alexandre de Thomaz

Isis de Cássia V. de Oliveira

João Henrique de Melo

Rafael Fagundes Cagnin

Raphaela Sayuri Yamamoto

Silas Thomaz da Silva

Secretaria do CECON

Mário Aparecido de Gobbi

Projeto visual/Normalização/

Editoração eletrônica

Célia Maria Passarelli

OS VÍNCULOS ENTRE A TAXA DE JUROS, O RISCO PAÍS E A TAXA DE CÂMBIO DO REAL

Maryse Farhi¹

Aumenta o coro dos exportadores descontentes e dos que advertem contra as ameaças para a balança comercial e para os investimentos destinados à produção de bens comercializáveis contidas na valorização da taxa de câmbio do real. Embora inscrita no quadro geral de desconfiança dos investidores sobre a taxa de câmbio do dólar americano, essa valorização foi mais acentuada que a de outras moedas, refletindo o fato que a taxa de juros básica da economia brasileira tem sido elevada sistematicamente pelo Banco Central apesar da forte queda do risco país. Juros em alta e risco país em queda constituem poderoso atrativo para posições especulativas combinando compra de real contra o dólar e aplicações a taxas de juros próximas da Selic, tanto nos mercados à vista quanto nos mercados de derivativos. O forte aumento de tais operações especulativas eleva o risco e o alcance potencial de uma reversão da liquidez internacional e/ou do apetite dos investidores pelo risco. Este suplemento se propõe a examinar o movimento de valorização do real, as operações que lhe deram origem e suas implicações.

1 Valorização do real

A taxa de câmbio do real sofreu forte valorização a partir do último trimestre de 2004. O contexto desse movimento foi a elevada liquidez internacional e a desvalorização do dólar americano. Mas, a apreciação do real foi muito maior em relação ao dólar do que a de outras moedas em decorrência, de um lado, do endurecimento da política monetária que vem, a partir de setembro, elevando a taxa de juros básica da economia brasileira e das sucessivas atas do Copom indicando novas e, quem sabe maiores, altas e, de outro lado, da queda do risco país.

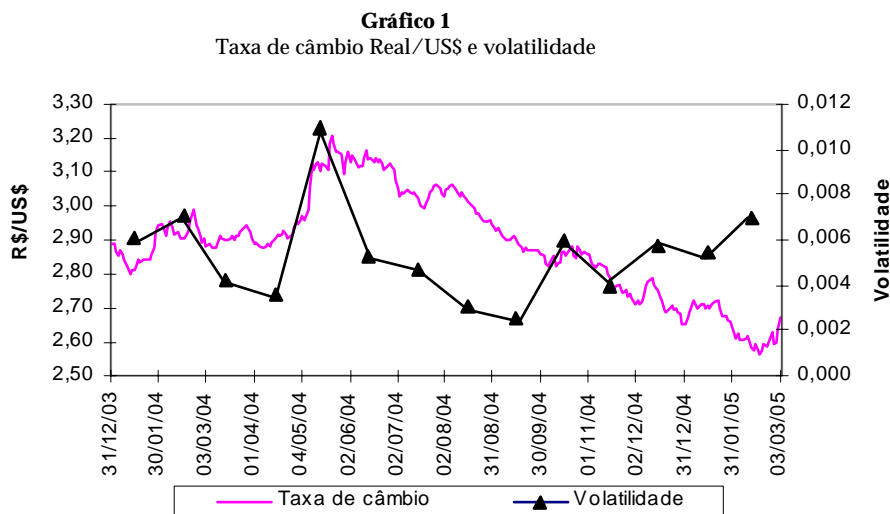
¹ Este suplemento contou com a colaboração da bolsista do PIBIC-CNPQ Carolina Carvalho Silva.

É indispensável assinalar que a taxa de juros que está sendo elevada pela autoridade monetária constitui um recorde mundial tanto em termos nominais quanto reais, embora outros países tenham inflação corrente mais alta, episódios mais recentes de descontrole inflacionário, indicadores macroeconômicos mais frágeis e maior risco país.

A flagrante anomalia dessa divergência entre taxa de juros e risco país tem condicionado os movimentos verificados nos mercados de ativos brasileiros, notadamente nos que negociam a taxa de câmbio. Os investidores internacionais elevaram consideravelmente suas apostas na valorização do real. O Gráfico 1 mostra a evolução no ano da taxa de câmbio do real e de sua volatilidade. Constata-se que o movimento mais acentuado de valorização nos últimos meses de 2004 foi acompanhado por uma elevação da volatilidade da taxa de câmbio.

mês de novembro, pelas emissões privadas – por parte de bancos, empresas e até organismos internacionais – de títulos de dívida externa denominados em reais e pagando juros próximos aos juros internos. Até então, embora a moeda brasileira fosse geralmente considerada atraente em função do ajuste do balanço de pagamentos e da elevadíssima taxa de juros, poucos agentes internacionais estavam comprando reais contra dólares. Essas emissões de títulos denominados em reais atraíram uma demanda mais elevada do que se supunha e despertaram o interesse de um número bem maior de *players* internacionais que passaram a tomar posições em reais, apostando, particularmente nos mercados de derivativos, que uma eventual desvalorização da moeda brasileira seria muito inferior à taxa de juros.

Data desse período a inclusão do real brasileiro na seleta lista de divisas mais negociadas na página de abertura do segmento de mercados do serviço internacional de informações financeiras Bloomberg.¹ O fato em si é inusitado. Nessa lista, o real é a única moeda de um país incluído no rol das economias emergentes, figurando ao lado do dólar americano e do canadense, do euro, do iene, do franco suíço e da libra esterlina.



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

A percepção dos investidores internacionais que a moeda brasileira era um instrumento privilegiado nas operações de venda de dólares americanos, devido aos altos juros resultantes da política monetária e à queda do risco país, foi aguçada, a partir do

¹ Ver <<http://www.bloomberg.com/markets>>.

2 Fluxos de capitais e operações de derivativos

O exame dos fluxos de câmbio mostra que a valorização do real decorreu de um lado do aumento do fluxo primário e de outro de operações puramente financeiras. O volume líquido de câmbio contratado se elevou nos meses em que ocorreu valorização do real, com a exceção do mês de novembro de 2004. O peso do superávit comercial e de transações correntes nesse saldo foi crucial dado o caráter fortemente negativo dos fluxos financeiros em 2004 e sua pequena inversão nos dois primeiros meses de 2005.

correspondem a uma oferta suplementar de divisas. A Tabela 1 apresenta a evolução do câmbio contratado e as posições de câmbio dos bancos, a partir de 1999 e sua evolução mensal de setembro de 2004 a fevereiro de 2005. Nota-se o aumento das posições vendidas dos bancos a partir de novembro de 2004.

Para explicar uma valorização tão acentuada da taxa de câmbio do real quanto a verificada nos últimos meses, deve se acrescentar ao fluxo de câmbio no mercado à vista o considerável aumento do volume de

Tabela 1
Câmbio contratado e posição de câmbio dos bancos

Período	Operações com clientes no país			Operações c/ instit. no ext. (2)	Saldo Líquido	Posição dos bancos	
	Comercial	Financeiro (1)	Saldo			Comprada	Vendida
1999	8 736	- 14 717	- 5 981	- 10 201	- 16 182	-	3700
2000	5 629	6 319	11 948	- 7 269	4 680	-	3710
2001	10 789	- 7 640	3 149	- 6 110	- 2 962	1455	-
2002	20 327	- 24 209	- 3 882	- 9 107	- 12 989	-	4395
2003	28 355	- 25 976	2 379	-1661	718		2781
Set./04	2 973	- 2 287	685	-813,06	- 128		598
Out./04	2 850	- 1 925	925	-253,24	672	118	
Nov./04	1 456	- 2 108	- 652	-403,65	- 1 056		949
Dez./04	3 612	- 866	2 746	-443,68	2 303		1368
2004	36 672	- 24 747	11 925	-5563	6 362		1368
Jan./05	2 000	- 221	1 779	-439,6	1 340		2719
Fev./05	3 519	420	3 939	4	3 943		3414
Jan.-Fev./05	5 519	199	5 718	-435,47	5 283		

Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Notas:

(1) Exclui operações do interbancário e operações externas do Banco Central.

(2) Compra e venda de moeda estrangeira e ouro contra moeda nacional.

Ao fluxo de câmbio contratado, deve se acrescentar a evolução das posições de câmbio dos bancos que não estão refletidas naquelas estatísticas. As posições compradas dos bancos representam uma demanda suplementar de divisas enquanto as vendidas

operações financeiras com instrumentos derivativos. Essas operações caracterizadas por uma alavancagem elevada buscam tirar proveito da esperada valorização do real e das elevadas taxas de juros internas. A importância dos derivativos na apreciação do real não pode ser inteiramente dimensionada,

já que essas operações são realizadas tanto em mercados organizados – que fornecem números precisos sobre os volumes negociados – quanto em mercados de balcão, inclusive os localizados *offshore*.² Embora não existam números recentes e confiáveis sobre o volume de negócios dos derivativos de câmbio do real negociados *offshore*, um *survey* realizado pelo Federal Reserve de Nova Iorque indica que, durante o mês de abril de 2004, o giro desses derivativos de câmbio do real negociados nos Estados Unidos alcançou a expressiva cifra de US\$ 15,235 bilhões de dólares.³ Sabe-se também que esse volume se elevou muito a partir do último trimestre de 2004.

Entretanto, os volumes conhecidos de operações de derivativos de câmbio na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) permitem avaliar o rápido aumento que essas operações tiveram, no mercado local, a partir de setembro de 2004. A Tabela 2 mostra a evolução dos contratos em aberto nos derivativos de câmbio.

Tabela 2

Contratos em aberto

Mercado futuro e opções de taxa de câmbio R\$/US\$

Data	Mercado futuro	Opções
14/09/04	139.670	246.805
14/10/04	191.135	221.532
16/11/04	199.484	233.537
15/12/04	240.866	307.069
14/01/05	195.394	266.983
15/02/05	218.003	358.858
28/02/05	318.637	461.418

Fonte: BM&F, elaboração própria.

² O mecanismo de derivativos financeiros neles empregado é o *non deliverable forward* (NDF) ou mercado a termo sem entrega física. O NDF é conceitualmente similar a uma simples operação de câmbio a termo em que as partes concordam com um montante principal, uma data e uma taxa de câmbio futuras. A diferença é que não há transferência física do principal no vencimento. A liquidação financeira do negócio reflete a diferença entre a taxa de câmbio inicialmente determinada e a constatada na data do vencimento e é feita em US\$ ou em outra divisa plenamente conversível.

³ Federal Reserve Bank of New York Interest Rate Derivatives Markets: Turnover in the United States April 2004. Disponível em <www.ny.frb.org/markets/triennial/fx_survey.pdf>.

Constata-se, em 28 de fevereiro de 2005, um aumento de 128% dos contratos futuros de câmbio em relação aos do dia 14 de setembro de 2004 e de 87% nas opções de taxa de câmbio.

A análise do perfil dos participantes nesses derivativos negociados na BM&F mostra o forte aumento da presença dos “investidores institucionais estrangeiros”. As operações dos investidores estrangeiros, em particular os *hedge funds*, foram muito agressivas nos mercados de derivativos de taxa de câmbio do real, nos quais passaram a manter posições compradas em real contra o dólar, tanto nos negociados no Brasil quanto nos *offshore*. Compras maciças da taxa de câmbio futura do real contra o dólar contribuem para a valorização da taxa de câmbio no mercado à vista devido à arbitragem entre eles que se tornou prática cotidiana das finanças contemporâneas.

As operações dos estrangeiros foram igualmente agressivas nos mercados de derivativos de taxas de juros, assumindo posições compradas⁴ em contratos futuros de Depósitos Interbancários (DI) de um dia. A combinação das posições compradas em real e em taxas de juros dos investidores institucionais estrangeiros tem por pressupostos a manutenção de um contexto de elevada liquidez internacional, com elevação gradual da taxa de juros americana, uma manutenção ou queda do risco país e uma desvalorização do real bastante inferior aos juros pagos por aplicações na moeda brasileira. Essas posições chegaram a provocar uma queda das taxas futuras de prazos mais longos, contrariando as intenções de política monetária do BCB de provocar

⁴ Os derivativos de taxas de juros são negociados em Preço Unitário (PU) que representa o valor presente de um ativo que no vencimento valerá 100. Assim, uma posição comprada em DI futuro será lucrativa se as taxas de juros caírem e trará prejuízos se elas subirem.

contração da demanda pela elevação dos custos do crédito.

Os Gráficos 2 e 3 apresentam as participações percentuais líquidas dos principais participantes na compra e na venda nos contratos de derivativos de câmbio e juros negociados na BM&F. No Gráfico 2, as posições líquidas compradas dos bancos em derivativos de câmbio têm sido tomadas para cobrir os riscos de suas posições vendidas no mercado à vista e as assumidas no mercado *offshore* de NDFs.

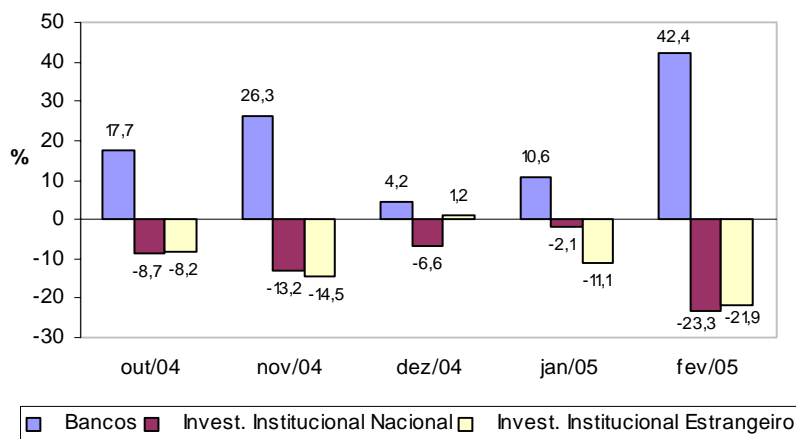
superiores a 6 meses e responsáveis pelo “achatamento” das curvas de rendimento refletem sua percepção da anomalia constituída pela evolução divergente da taxa de juros interna e do risco país. Elas também são sintomáticas da falta de independência da política monetária, qualquer que seja o regime cambial, num contexto de liberalização dos fluxos de capitais.

3 O BCB e a taxa de câmbio

Após ter suspenso a compra de divisas em janeiro de 2004, o BCB voltou a fazê-lo em dezembro, com o intuito declarado de recompor reservas. Essas compras da autoridade monetária alcançaram o elevado montante de US\$ 10 bilhões, mas não impediram a continuidade da valorização do real embora possam ter reduzido seu ritmo. Entretanto, a partir de janeiro de 2005, a divulgação da ata do Copom

Gráfico 2

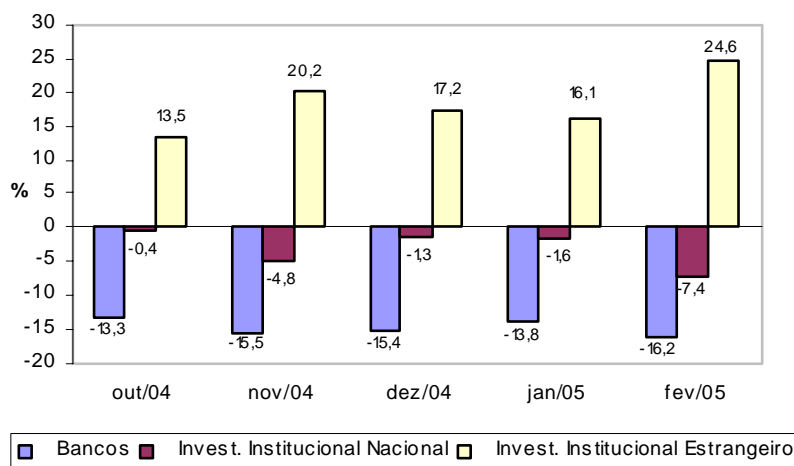
Posição líquida dos participantes – mercado futuro de taxa de câmbio R\$/US\$, em % dos contratos



Como se verifica no Gráfico 3, no mercado futuro de DI de um dia, os investidores institucionais estrangeiros foram os únicos a deter posições líquidas compradas enquanto bancos e investidores institucionais nacionais mantiveram posições líquidas vendidas, indicando sua expectativa de maiores altas da taxa de juros básica. Essas posições dos investidores estrangeiros, concentradas em prazos

Gráfico 3

Posição líquida dos participantes- mercado futuro de DI de um dia, em % dos contratos



Fonte: BM&F, elaboração própria.

apontando para a mais alta da taxa de juros brasileira acarretou nova valorização, ainda mais acentuada, do real, a despeito do dólar ter voltado a ganhar força frente às moedas das principais economias desenvolvidas.

No início de fevereiro de 2005, reconhecendo que a pressão sobre a taxa de câmbio provinha igualmente de operações financeiras e que essas operações estavam dificultando a elevação da taxa de juros projetada para prazos mais longos, o BCB decidiu ofertar derivativos de câmbio, denominados de *swaps* reversos por terem características simetricamente opostas às dos *swaps* cambiais lançados em 2002. Os *swaps* cambiais de 2002 tinham por objetivo oferecer aos investidores instrumentos para se proteger da desvalorização da taxa de câmbio, os novos *swaps* têm o propósito inverso ao proporcionar um retorno para o investidor semelhante à compra de reais contra dólares e sua aplicação à taxa do Certificados de Depósitos Interbancários (CDI). Para o BCB, a operação tem resultado equivalente ao de uma compra futura de dólares pagando os juros do CDI.

Nesse sentido, o novo derivativo de câmbio lançado pelo BCB contém todos os ingredientes que vinham sendo buscados pelos investidores através de complexas operações de engenharia financeira. Vale dizer, a autoridade monetária tem ofertado exatamente os produtos desejados pelos investidores, na conjuntura atual ou na de 2002, potencializando os impactos dessas operações. Onde o elevado volume de demanda por esse tipo de instrumento. Nos seis leilões semanais de *swaps* reversos realizados até o dia 9 de março de 2005, mais de US\$ 9 bilhões foram negociados. Em cada um desses leilões, a procura ultrapassou em

muito a oferta da autoridade monetária. A continuar esse ritmo de leilões de swap cambial “inversos”, estima-se que o estoque da dívida pública interna denominada em dólares deve terminar nas próximas semanas. O Banco Central ainda não definiu se esses swaps continuarão mesmo depois disso. Uma possibilidade é que os swaps continuem a ser realizados, mas direcionados para a redução do estoque da dívida externa.

Mas, devem ser ressaltados dois fatos. O primeiro é que nenhum desses derivativos, seja os negociados nos mercados de derivativos do Brasil, emitidos pelo Banco Central ou nos mercados *offshore*, prevêem a entrega efetiva de divisas. No vencimento, as liquidações são apenas referenciadas à taxa de câmbio à vista do real. Assim, mesmo que os *swaps* reversos permitam à autoridade monetária aumentar a sua cobertura cambial, em nenhum momento essas posições passarão a fazer parte das reservas internacionais do país, embora tenham custado a elevada taxa do CDI. O segundo é que esse instrumento idealizado pelo Banco Central para tentar se contrapor à valorização do real contribui para a elevação do volume de derivativos de câmbio do real.

O principal problema dessa valorização acentuada por um elevado volume de posições em derivativos é que ela ocorre sem a respectiva contrapartida de acumulação de grandes quantidades de divisas.⁵ Embora as operações de derivativos não impliquem em entrada de capitais para sua realização, no momento em que os investidores estrangeiros realizam um eventual lucro, elas darão

⁵ Para operar em derivativos nos mercados organizados, os agentes devem apenas efetuar um depósito de garantia que será devolvido no final da operação e representa uma pequena fração do volume operado. Ademais, esses depósitos não precisam ser feitos em dinheiro mas, em geral, por cartas de fiança bancária.

origem a saída de capitais para repatriação desses lucros. Ademais, como as posições de derivativos negociadas no mercado local ou em mercados *offshore* não acarretam entradas de capitais no país, elas estão imunes a medidas fiscais como a tributação pelo Imposto sobre Operações Financeiras, adotadas por Gustavo Franco e recentemente sugeridas por Pastore. O IOF sobre fluxos de capitais de curto prazo é suscetível de impor um custo adicional às operações realizadas no mercado à vista de câmbio, mas no que concerne os derivativos outras soluções devem ser consideradas para reduzir o volume das apostas. Entre essas, destacam-se as seguintes: para os investidores nacionais, é possível aumentar as margens das operações de derivativos, reduzindo o grau de alavancagem destas operações também é preciso exigir dos bancos mais capitalização nas operações com moeda estrangeira e com derivativos que envolvam moeda estrangeira; no que concerne os investidores estrangeiros, é factível aplicar novamente as restrições impostas por Gustavo Franco a suas operações nos mercados de derivativos que foram extintas pela Resolução 2689 do Banco Central de 26 de janeiro de 2000.

O mercado de câmbio é extremamente suscetível a bruscas reversões de humor dos investidores internacionais. O real mostrou nesse início do ano 2005 ser pouco sensível à reversão da taxa de câmbio do dólar americano frente às moedas das principais economias desenvolvidas. Mas, num certo sentido, isso acentuou sua vulnerabilidade na medida que aumentou o volume de operações especulativas que levaram à sua valorização. Num cenário internacional de menor liquidez e maior aversão aos riscos, a reversão desse grande volume de operações especulativas de curto prazo pode provocar uma rápida e

intensa desvalorização da moeda, sem que haja estoques suficientes de divisas nas mãos do BCB ou dos agentes privados nacionais para amenizá-la.

As recentes medidas adotadas pelo Conselho Monetário Nacional de unificar as negociações e as regras das taxas de câmbio livres e flutuantes, de acabar com as transferências de divisas por meio das contas CC5, alongar o prazo para que os exportadores tragam para o mercado interno os dólares obtidos com as vendas e eliminar certas restrições às remessas de divisas para o exterior procuram reduzir as restrições à demanda privada de divisas. No atual momento, essa medida pode ter efeitos limitados por dois fatores principais. O primeiro é que apesar do prolongamento dos prazos para a internalização dos dólares obtidos com exportações, as taxas de juros nos atuais níveis continuarão a induzir os exportadores a se desfazer de dólares para, eventualmente, aplicar o dinheiro em papéis atrelados a juros. O segundo fator é o que os compradores potenciais de divisas que por essas medidas estão autorizados a remeter mais capitais para o exterior podem ser levados a esperar para poder comprar divisas a uma menor taxa de câmbio.

Mas, bruscas mudanças do apetite pelo risco dos investidores internacionais, uma alta um pouco mais acentuada da taxa de juros americana ou qualquer outro fator que reduza o interesse pelas economias emergentes em geral e a brasileira em particular poderão ter seus efeitos sobre a taxa de câmbio do real potencializados e agravados tanto por essa nova configuração da legislação cambial quanto pelo enorme volume de operações especulativas nos mercados à vista e de derivativos de câmbio.