

## **Risco Cambial, Besouros e Borboletas.**

*Francisco Lafaiete Lopes, junho 2011<sup>1</sup>*

( publicado no Valor Econômico, 15/6/2011)

É fácil ser otimista sobre a evolução da macroeconomia brasileira no curto prazo. A combinação de taxa de juros elevada, taxa de câmbio praticamente estabilizada e menor pressão nos preços internacionais de alimentos e petróleo, deverá reduzir a taxa de inflação em 12 meses do IPCA já a partir de outubro próximo. A inflação de 2012 deverá ficar abaixo de 5,0%, com a economia mantendo o crescimento. A variação do PIB poderá cair para a faixa de 3,5 a 4,0% em 2011, mas provavelmente voltará para a faixa de 4,0 a 4,5% em 2012.

Será, porém, uma vitória de Pirro já que em algum momento entre 2013 e 2015 ocorrerá um inevitável movimento de alta na cotação do dólar, ajuste este que terá alta probabilidade de se transformar numa traumática “parada súbita”. A pressão do ajuste cambial vai trazer de volta a inflação e exigir nova elevação da taxa de juros. Se for um ajuste súbito haverá também uma freada no crescimento.

A atual configuração da política econômica brasileira é insustentável no longo prazo. Forte crescimento com apreciação cambial no contexto de uma economia mundial com crescimento moderado produz inexoravelmente uma deterioração continuada do balanço de pagamentos. Em algum momento a conta será apresentada e teremos que interromper o crescimento e ajustar a taxa de câmbio. Com o agravante que, a despeito do aumento do nosso déficit em transações correntes, nossa acumulação de reservas internacionais também ganhou uma velocidade vertiginosa, algo agora da ordem de 100 a 150 bilhões de dólares por ano. Isso configura uma autêntica “bolha especulativa” que poderá ter graves conseqüências quando estourar.

É importante entender a natureza desse movimento de acumulação de reservas. O Brasil, ao contrário da China, não acumula reservas internacionais porque produz superávit nas transações de bens e serviços com o exterior. No nosso caso a acumulação de reservas resulta apenas do ingresso de capital estrangeiro, e nos últimos doze meses apenas 20% desse movimento consistiu em aporte direto de capital para empresas, isto é, em ingresso com uma motivação nitidamente de longo prazo. O resto, incluindo aplicações em ações, renda fixa e os empréstimos

---

<sup>1</sup> O autor agradece os relevantes comentários de Edmar Bacha, sem naturalmente implicá-lo em suas heterodoxias.

intercompanhias (que representam 32% do total e o Banco Central imprecisamente classifica como investimento direto) são certamente ingressos com motivação mais de curto prazo e de natureza bem mais volátil.

O que faz esse capital estrangeiro ter tanta gana de vir para o Brasil? O Banco Central anuncia oficialmente que o regime cambial é de livre flutuação e que só opera no mercado de câmbio para “reduzir a volatilidade”. Na prática, nas condições atuais, essa redução da volatilidade significa que a cotação do dólar fica estável ou realiza um movimento de queda gradual. Desde o final de 2002 a taxa de cambio tem se apreciado de forma quase contínua, com apenas uma interrupção no segundo semestre de 2008. O que temos então é um verdadeiro paraíso para o especulador que pode facilmente se beneficiar do diferencial entre nossas taxas de juros e as taxas internacionais de prazos equivalentes. Não é uma possibilidade de arbitragem perfeita, como ficou claro na crise de 2008, mas até onde a vista alcança parece ser uma bela oportunidade de ganho com risco reduzido. Como o Brasil ainda não aboliu o forte efeito motivador da possibilidade de arbitragem (mesmo que imperfeita) sobre o movimento de capitais, o resultado é o ingresso maciço que estamos observando.

Esse movimento adquire todas as características de uma bolha especulativa quando começa a gerar um mecanismo de retroalimentação. Quanto mais capital entra para arbitrar juros, tanto maior é a pressão de baixa sobre a cotação do dólar e tanto maior a garantia de que o Banco Central vai continuar aplicando sua política de redução da volatilidade para produzir estabilidade ou apreciação gradual. Isto, por sua vez, torna ainda mais atraente o ingresso de capital para arbitrar juros. Na realidade para o especulador a apreciação em si não é importante. Seu ganho principal resulta do diferencial entre as taxas de juros, e para isso só é necessário que não ocorra uma desvalorização significativa e permanente da taxa de câmbio que seja suficiente para anular esse diferencial.

O resultado é a anomalia de um mercado cambial em que tipicamente apenas o Banco Central e os importadores atuam na ponta compradora, com todos os demais participantes atuando como vendedores. O fenômeno não resulta apenas da atuação de especuladores profissionais. Considere, por exemplo, o processo de decisão do diretor financeiro de uma grande multinacional que deseja descobrir a melhor forma de administrar o caixa disponível em sua empresa dentro de uma perspectiva global. Naturalmente vai querer ficar credor no Brasil, ganhando remuneração superior a 12% ao ano e devedor em outros países com custo financeiro muito menor. Isto

significa que vai operar como vendedor no mercado cambial brasileiro. Curiosamente esse executivo vai ficar ofendido se lhe disserem que está operando como especulador: afinal, para ele, está apenas fazendo seu trabalho de administração do caixa da empresa.

Posso citar o caso concreto de uma empresa que está fazendo um investimento de vulto no Brasil e conhece minha projeção de uma desvalorização cambial importante a partir de 2013. Naturalmente é compreensível que a empresa tenha certo desconforto ao ter que fazer gastos de investimento em reais com essa perspectiva de subida da cotação do dólar no horizonte. Seria ideal se pudesse esperar, mas seu planejamento estratégico não lhe permite isso. Como alternativa ela pensa em ingressar um volume adicional de dólares agora para serem aplicados em reais enquanto, ao mesmo tempo, assume uma posição vendida em dólar futuro. Na visão da empresa, o efeito dessa operação financeira aparentemente sem riscos, seria melhorar a rentabilidade do projeto. Meu conselho nesse caso seria exatamente no sentido oposto, isto é, tomar uma posição comprada em dólar futuro ou, ainda melhor, numa opção barata de compra de dólar. Dessa forma a empresa teria um pequeno custo no curto prazo, mas ficaria defendida contra uma eventual desvalorização. A solução considerada, de vender simultaneamente dólares no pronto e no futuro, caracteriza bem a natureza especulativa da bolha que se desenvolve agora no mercado de câmbio. Todo mundo enxerga uma possibilidade de ganho aparentemente fácil e quer tirar uma casquinha. Faz lembrar o caso de Bernard Baruch, o famoso especulador americano que sabiamente decidiu zerar sua posição na véspera do colapso da bolsa em 1929 quando percebeu que até barbeiros e garçons estavam dando palpites sobre aplicações acionárias.

Bolhas especulativas são fenômenos complexos que não entendemos bem, mas com certeza sabemos que sempre evoluem inexoravelmente para o colapso. Nosso palpite é que essa nossa bolha de acumulação de reservas vai estourar em algum momento entre 2013 e 2015. É impossível saber o momento exato e a seqüência exata dos eventos na ruptura, apenas sabemos que ela se tornará mais provável quando o mercado de câmbio transitar da atual posição de excesso permanente de oferta para uma posição de equilíbrio ou de excesso de demanda. Isto inevitavelmente vai resultar da deterioração continuada do déficit no balanço de pagamentos em transações correntes.

Na ruptura, os primeiros a sair tipicamente são os especuladores profissionais. A eliminação do excesso de oferta tira o Banco Central do papel de disciplinador do movimento de apreciação e tende a aumentar a volatilidade do mercado. O especulador sabe que nosso regime de livre flutuação na prática tem sido um regime de flutuação amortecida assimétrica, isto é, a atuação do Governo no mercado de câmbio é muito mais decidida para evitar apreciações do que para evitar depreciações. A maior volatilidade do câmbio torna menos favorável a relação risco-retorno e induz o especulador a reduzir sua posição vendida na moeda brasileira. Esse ajuste é muito facilitado pela dimensão do nosso mercado de derivativos de dólar, que é inusitadamente grande para uma economia emergente. A grande liquidez desse mercado torna muito fácil travar qualquer posição vendida em dólar, e isso vale tanto para os especuladores profissionais como para qualquer empresa ou investidor. Como em todo colapso de bolha o movimento pode ser iniciado por um pequeno grupo de profissionais, mas depois se alastra rapidamente e ganha amplitude e intensidade. O resultado é uma forte e rápida depreciação da taxa de câmbio.

Idealmente o Banco Central pode tentar administrar esse ajuste, produzindo uma transição lenta e suave da taxa de câmbio para o novo patamar sustentável de equilíbrio e dessa forma evitando o “overshooting” característico dos colapsos de bolha. Para isso terá que operar com determinação e intensidade na ponta vendedora tanto no mercado de dólar à vista como no mercado de derivativos através de futuros e swaps. Naturalmente a venda de dólar num mercado cambial em movimento de alta produzirá prejuízo para o erário público, mas isso será mais do que compensado pelos benefícios de se evitar a parada súbita.

De fato uma das poucas coisas que o governo pode fazer agora diante da perspectiva de um inevitável ajuste cambial no futuro é preparar seus planos de contingência para uma operação desse tipo, de amortecimento da desvalorização. Em particular tanto o Banco Central como outras áreas mais politizadas do governo têm que estar psicologicamente preparadas para entregar aos “malditos especuladores” o botim resultante de suas operações cambiais no país, sendo que isso poderá significar a perda de um grande e imprevisível volume de reservas internacionais (metade das reservas, por exemplo?).

É importante entender, porém, que não existem alternativas viáveis de controle de capitais para escapar de uma bolha que já se instalou e se desenvolve a pleno vapor. A introdução de controles sobre a entrada de capital, como tem sido tentado

recentemente, apenas bloqueia alguns canais de entrada e redireciona o movimento para outros canais. Por outro lado uma aplicação muito ampla desses controles pode simplesmente antecipar o momento de ruptura da bolha. A alternativa de controles sobre a saída de capital poderá parecer tentadora quando a bolha começar a estourar, mas ela nunca é eficaz se adotada em apenas um segmento do mercado. Ou seja, a opção de controle sobre a saída de capitais é na realidade uma opção pela centralização total do câmbio, o que seria um lamentável retrocesso na política econômica brasileira.

Será possível promover uma saída ordenada da bolha e um ajuste gradual da taxa de câmbio? Temos que torcer que sim, mas qualquer operador com experiência em mercados especulativos provavelmente dirá que não. Ou seja, é bom estar preparado para um comportamento do mercado de câmbio semelhante ao que ocorreu em 2008 (ou mesmo 2003), desta vez possivelmente com ainda maior overshooting em virtude dos grandes montantes envolvidos.

É interessante notar que 2008 foi uma oportunidade perdida para se obter uma nova configuração dos parâmetros macroeconômicos de nossa economia, uma configuração que seria sustentável no longo prazo e que teria evitado a atual bolha especulativa de ingresso de capital. Vejamos o que aconteceu naquele episódio. A crise mundial produziu uma forte desvalorização cambial, com a cotação do dólar pulando da faixa de R\$ 1,55 para próximo de R\$ 2,40, ao mesmo tempo em que produzia uma queda da ordem de 15% na produção industrial. O Banco Central reagiu corretamente baixando a taxa SELIC de 13,75% ao final de 2008 para 8,75% em junho de 2009, uma redução de 5 pontos percentuais. Na realidade, porém, essa redução foi muito tímida para aquela conjuntura, principalmente considerando que no mesmo período o banco central americano também se moveu na mesma direção. Como a taxa de juros do FED caiu de 5,25% em meados de 2007 para praticamente zero ao final de 2008, a redução da taxa SELIC foi inferior à redução da taxa de juros americana. Como consequência a cotação do dólar voltou a cair rapidamente e em outubro de 2009 já tinha voltado para próximo de R\$ 1,70, praticamente anulando toda a desvalorização anterior.

A operação correta naquela ocasião teria sido reduzir a taxa SELIC muito mais agressivamente, ainda que ao custo de uma taxa de inflação um pouco maior. Devemos lembrar que a inflação chegou a cair para 4% em 12 meses em meados de 2009. O Governo poderia, por exemplo, ter introduzido uma modificação temporária

no regime de metas de inflação, anunciando que por alguns meses a meta da política monetária seria não apenas a taxa de inflação, mas uma média ponderada da taxa de inflação com o desvio da taxa de câmbio em relação a um patamar pré-definido.

Temos que reconhecer, porém, que no contexto de crise internacional de 2008 não seria fácil para o Banco Central adotar uma tática de atuação tão diferente de seu padrão tradicional de comportamento. Também não é nossa intenção aqui fazer uma crítica à atuação do BACEN naquelas condições. Há que se lembrar ainda que algumas das pré-condições necessárias para uma redução mais agressiva da taxa de juros não estavam presentes, entre elas a eliminação do piso imposto pela regra atual de remuneração da caderneta de poupança. Na realidade, como sugeri no artigo “A Estabilização Incompleta”, do livro *Novos Dilemas da Política Econômica* (editado por Edmar Bacha e Mônica Bolle, LTC 2011), o trabalho de construção do arcabouço institucional necessário para a consolidação da estabilidade ainda está longe de concluído.

Essas considerações nos levam ao que nos parece ser a questão central. Só vamos ter uma configuração sustentável de nossos parâmetros macroeconômicos quando a nossa taxa de juros de curto prazo for compatível com o padrão internacional, admitindo-se um pequeno prêmio de risco. Isso seria talvez algo como 3 a 4% ao ano agora, e algo como 6 a 7% quando a taxa de juros do FED voltar para o patamar de 4 a 5% daqui a alguns anos. Essas taxas de juros poderão ser ainda menores se nossa meta de inflação for reduzida. Um nível “normal” de taxa de juros é pré-condição para que possamos adotar uma verdadeira flutuação cambial, com o governo se abstendo de qualquer interferência no mercado de câmbio. Só então vamos descobrir qual é realmente a taxa de câmbio de equilíbrio da nossa economia, e só então o regime de metas de inflação poderá operar da forma como foi teoricamente desenhado para operar, produzindo uma trajetória de crescimento econômico sustentável com inflação controlada.

Para evitar mal entendido quero enfatizar logo que sou totalmente favorável à idéia de um tripé estabilizador, composto por austeridade fiscal, flutuação cambial e regime de metas de inflação. As vantagens do tripé, introduzido ainda no Governo FHC, são inequívocas. A austeridade fiscal produz o ambiente de confiança indispensável para a estabilidade. A flutuação cambial libera a taxa de juros de restrições externas e maximiza sua efetividade. O regime de metas automatiza o trabalho de estabilização. A partir da meta de inflação definida pelo governo, o Banco

Central aumenta a taxa de juros quando a inflação supera a meta e baixa a taxa de juros quando a inflação fica abaixo da meta. Pressupõe-se, naturalmente, que a taxa de juros é um instrumento eficaz para o controle do nível de atividade e da inflação. Logo a taxa de inflação converge sempre inexoravelmente para a meta, ainda que possa se afastar temporariamente dela em consequência de choques inflacionários. O sistema é transparente com regras claramente definidas que os agentes privados entendem perfeitamente. Isso faz com que se torne altamente confiável, o que facilita a administração de riscos e estimula projetos de investimento de longo prazo. Dessa forma a política monetária cria o substrato de confiança e estabilidade que garante a expansão sustentada da atividade produtiva.

Na realidade, porém, tudo isso provavelmente descreve bem apenas o que acontece em alguns países desenvolvidos que adotam o regime de metas de inflação, como a Suécia ou a Inglaterra. No Brasil o tripé estabilizador é meio de mentirinha. Teoricamente existe flutuação cambial, mas na prática o movimento da taxa de câmbio é inibido pela atuação rotineira do Banco Central no mercado de divisas. Por outro lado nosso instrumento de política monetária, a taxa SELIC, tem impacto muito reduzido sobre o nível de atividade e a inflação. A austeridade fiscal existe mais no discurso do que na prática. Ou seja, o regime se apresenta como de metas de inflação, mas alguns de seus pressupostos básicos estão ausentes.

Um comentário final sobre o título deste artigo. A evolução atual da macroeconomia brasileira me faz lembrar o vôo de um besouro. A primeira vista a aerodinâmica do besouro não devia permitir que voasse, não obstante ele é capaz de vôos curtos. São vôos deselegantes que mais parecem seqüências de saltos. Certamente um besouro não tem a capacidade de vôo de uma borboleta. Muitos analistas quando discutem nossa macroeconomia parecem acreditar que estão analisando uma borboleta, com toda sua beleza e complexas piruetas. Não se pode negar que são elegantes e divertidos os debates sobre a delicada calibragem da taxa Selic, os ciclos de ajuste e relaxamento da política monetária, o papel das medidas macroprudenciais, a coordenação das políticas monetária e fiscal, o impacto do “dólar index” sobre a taxa de cambio Real-dólar e tudo mais. Esses analistas parecem esquecer, porém, que as importantes deformidades que ainda existem em nossa economia nos permitem no máximo pensar em um vôo de besouro. Infelizmente um besouro voador não se transforma automaticamente numa aerodinâmica borboleta. É fundamental ter em mente que o trabalho de construção das precondições

institucionais para a consolidação da estabilidade ainda está longe de concluído e, na verdade, avançou muito pouco nos governos petistas. Isto ficará claro na próxima crise cambial.