

Folha de S. Paulo , Domingo, 15 de abril de 2007

O desafio da apreciação cambial

Luciano Coutinho

Mesmo com a queda da taxa Selic, o diferencial de juros em reais continua muito atraente e de baixo risco

MAIS ALÉM da pressão sobre a taxa de câmbio (no sentido de sua apreciação) exercida pelo superávit em conta corrente, há sólidas razões para crer que a forte valorização do real (desde 2004) foi alimentada por operações de arbitragem no mercado futuro estimuladas pelo elevado diferencial entre a nossa taxa de juros e as taxas internacionais.

Não há dúvida de que o excesso de divisas ofertadas no mercado à vista em decorrência do superávit em conta corrente e dos crescentes ingressos de capitais pressionou a cotação do câmbio mas, de outro lado, o Banco Central e o Tesouro adquiriram (de 2004 até o presente) cerca de US\$ 115 bilhões para enxugar esse excesso. Como resultado, aumentaram as reservas e reduziu-se a dívida externa e, ainda, evitou-se uma apreciação mais violenta da taxa de câmbio que, na ausência dessas operações de compra, já teria despencado para menos de R\$ 1,80 por US\$ 1.

A elevação da taxa Selic entre setembro de 2004 e boa parte de 2005 -motivada pelo esforço do BC de tentar cumprir a meta de inflação de 2005- efetuou-se em uma nova conjuntura extremamente favorável de robustecimento da posição cambial brasileira (graças ao grande superávit comercial) com queda concomitante do risco-país. Nesse contexto, desencadeou-se um volume crescente de operações de arbitragem para capturar o diferencial de juros e, ainda, apostar na valorização do real. O desenvolvimento do mercado de derivativos de juros e câmbio na BM&F (aberta a investidores externos desde o início de 2000) viabilizou esse intenso fluxo de operações de arbitragem através de contratos futuros ("swaps" e opções) e estimulou operações NDF ("non deliverable forward", em que não há transferência física do principal, mas apenas a liquidação do saldo de juros e variação cambial) no exterior.

A despeito da queda da taxa Selic nos últimos 18 meses, o diferencial de juros em reais continua sendo muito atraente e, dadas as características do nosso mercado de títulos públicos, de baixo risco. Artigos de autores como Márcio Garcia e Fábio Urban, da PUC-RJ, e de Daniela Prates, Maryse Farhi e Emerson Marçal, da Unicamp, mostram como esse lucrativo mercado de operações virtuais a futuro, em reais, com grande liquidez, interage e pressiona a apreciação da taxa de câmbio no mercado à vista (1). A lição óbvia é que se o BC quiser evitar um indesejável aprofundamento da apreciação da taxa de câmbio para abaixo de R\$ 2 por US\$ 1, deveria olhar para os dois mercados e atuar em ambos com firmeza. Além de sustentar as aquisições no mercado pronto como vem fazendo corretamente deveria, ainda, instrumentar-se para neutralizar as operações de arbitragem. "Ça va sans dire" que uma trajetória mais rápida de fechamento do diferencial de juros facilitaria muito a tarefa.

- (1) Garcia, Márcio G. P.; Urban, Fábio, "O Mercado Interbancário de Câmbio", Rio de Janeiro, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2004; Prates, Daniela M., Farhi, Maryse e Marçal, Emerson, "Os Determinantes da Evolução da Taxa de Câmbio do Real no Período 2003-2006", Cecon, IE/Unicamp, março de 2006.

LUCIANO COUTINHO , 60, é consultor e professor convidado do IE/Unicamp.