

Juros e câmbio em queda

Estimativas preliminares indicam que a redução dos juros não lograria elevar a taxa de câmbio além de 2,30R\$/US\$.

Márcio G. P. Garcia¹

12 de abril, 2007

Desde seu ápice em 19,75%, a taxa Selic vem sendo continuamente reduzida pelo BC desde setembro de 2005 até o atual patamar de 12,75%. Neste período, a taxa de câmbio também se apreciou, de 2,30 para 2,02 R\$/US\$. Essa queda conjunta de taxa de câmbio e taxa de juros vem sendo equivocadamente usada como evidência de que a taxa de juros não influencia a taxa de câmbio, sendo esta última integralmente determinada pelos excelentes resultados, passados e previstos para o futuro, de nossos balanços em transações correntes.

É também comum encontrar o argumento de que os resultados dos movimentos de câmbio compilados pelo BC mostram que, enquanto as operações comerciais são superavitárias, as operações financeiras são deficitárias. Por exemplo, no primeiro trimestre deste ano, operações de câmbio comercial trouxeram liquidamente US\$ 20,6 bilhões, enquanto operações de câmbio financeiro levaram liquidamente US\$ 3,2 bilhões do país. Esta evidência de volumes cambiais negociados reforçaria o argumento que o juro alto não contribui para a apreciação do real.

Em artigos aqui publicados, disponíveis na minha página na internet, já tive oportunidade de contestar ambos os argumentos. Dado que eles ainda repercutem na mídia econômica, vale relembrar os argumentos e mostrar novas evidências.

As estatísticas de câmbio contratado, na atual forma como são divulgadas pelo BC, não permitem distinguir devidamente a contribuição das movimentações comerciais das financeiras. Por exemplo, uma importação financiada por período superior a um ano, quando saldada, entrará nas estatísticas oficiais como saída financeira.

Mais ainda, mesmo que o BC venha a divulgar as estatísticas de câmbio contratado atentando para casos como o mencionado, tais estatísticas de quantidade não resolveriam a questão do impacto do juro sobre o câmbio. Suponha que um exportador receba US\$10 milhões referentes ao pagamento de suas exportações e os converta em reais. Suponha ainda que, depois de saldados seus compromissos, lhe reste o equivalente a US\$1 milhão em reais. A decisão de manter tal quantia em ativos financeiros no país ou no exterior

dependerá, em grande medida, das taxas de juros vigentes. Ou seja, quanto mais alto o diferencial de juros entre o Brasil e o exterior, tanto maior será a parcela dos reais que o exportador manterá no país. Ou seja, na estatística oficial, a operação de venda de dólares aparece como uma exportação, mas a razão pela qual parte do dinheiro ficou no país é essencialmente financeira. Não há estatísticas de quantidades que possam resolver esta questão de forma simples.

Além desse ponto, há outro ainda mais importante, referente à negociação com derivativos cambiais. Um investidor estrangeiro pode auferir retornos análogos ao que teria caso comprasse um título público em reais sem precisar de fato aplicar os recursos no país. Basta comprar um *NDF (non-deliverable forward)* ou contrato a termo sem entrega física) de reais de algum banco no exterior ou vender um contrato futuro de dólar na BM&F. Também em artigos anteriores já tive oportunidade de explicar com detalhes a mecânica de tal investimento financeiro e seu impacto sobre o mercado de câmbio à vista no Brasil. Hoje, quero mostrar uma evidência bastante forte do impacto dos movimentos da negociação dos derivativos cambiais sobre a taxa de câmbio.

O gráfico mostra duas séries. A primeira é a posição dos investidores estrangeiros investidos (vendidos) em dólar futuro na BM&F, em bilhões de dólares. Lembre que vender dólar futuro equivale a investir em títulos de renda fixa no Brasil. A segunda série é a taxa de câmbio à vista no dia. O gráfico mostra que as duas séries apresentam forte correlação: quando aumenta a quantidade investida (vendida) dos estrangeiros, a taxa de câmbio se aprecia (cai), e vice-versa.

Embora a posição dos estrangeiros na BM&F seja apenas parte das posições dos estrangeiros investidas em real, se admitirmos que ela bem representa a posição total dos estrangeiros, suas variações representarão bem o que ocorre em outros mercados, como o de títulos públicos. Se assim for, a correlação negativa entre posição vendida dos estrangeiros e taxa de câmbio pode ser interpretada como uma curva de oferta de fundos que se move sobre uma curva de demanda de fundos.

O desenho ilustra o que se tem em mente. Imagine que se parta do ponto **A**, e incertezas quanto ao futuro da economia americana aumentem a aversão ao risco dos investidores internacionais, como ocorreu na virada de fevereiro para março deste ano. O gráfico mostra que o câmbio se depreciou (subiu) abruptamente enquanto a posição vendida dos investidores estrangeiros caiu. Tal movimento corresponderia ao movimento da curva de oferta de fundos de **A** para **B**. Em **B**, a taxa de câmbio está mais depreciada (alta), e a quantidade investida pelos estrangeiros é menor. Já quando boas notícias fazem cair o risco Brasil, como vem ocorrendo desde o solúço em março, a oferta de fundos em dólares aumenta, e, supondo a demanda inalterada por

tais fundos, a taxa de câmbio cai (se aprecia), como no movimento de A para C.

Ou seja, o diferencial de juros, ainda que cadente, exerce substancial impacto sobre a taxa de câmbio. Note que há três momentos em que as posições vendidas são fortemente reduzidas: maio e junho de 2006, outubro e novembro de 2006, e fevereiro e março de 2007. Nos primeiros dois casos, os estrangeiros chegam a mais do que reverter completamente as posições vendidas. Se adotarmos como noção de equilíbrio a posição nula dos investidores internacionais (o ponto **D** da ilustração), na qual o diferencial de juros seria tal que não atrairia o *carry-trade* (arbitragem de taxas de juros), mas tampouco causaria fuga de capitais, pode-se ter uma idéia inicial de qual seria a depreciação da taxa de câmbio quando os juros baixarem mais. No episódio de maio do ano passado, a taxa é 2,30 R\$/US\$ (que coincide com o intercepto da regressão linear da taxa de câmbio nas posições vendidas dos estrangeiros em dólar futuro). Já no episódio de novembro, o câmbio beirou os 2,20 R\$/US\$. Finalmente, em março passado, só chegou perto dos 2,15 R\$/US\$.

Claro que tais números são meras indicações, e análise mais cuidadosa considerando outros fatores—intervencções cambiais, apetite pelo risco do investidor internacional, outros fluxos de capitais, e saldos em conta-corrente, entre outros—precisa ser realizada. Não obstante, a indicação do mercado de dólar futuro parece-me convincente quanto à influência do diferencial dos juros sobre o câmbio. Este resultado quantitativo, ainda que preliminar, indica que, embora o juro alto tenda a apreciar o câmbio, a depreciação a ser obtida com a queda dos juros não trará a taxa de câmbio de volta aos elevados patamares já registrados, reforçando a idéia de o principal responsável pela apreciação cambial ter sido o excelente desempenho de nossas exportações.