

## O problema do “hedge”

Gustavo H. B. Franco

Já começo observando que é de propósito, ou seja, estou usando um estrangeirismo em economês, difícil de traduzir, no título deste artigo em protesto contra a lei de autoria do deputado Aldo Rebelo, do PC do B, que tenciona, nas palavras dele, “proteger nossa língua da degradação a que está sendo submetida”. Podem existir boas intenções no projeto, mas confesso que não consigo vislumbrar o modo como restrições à liberdade de expressão, ou às trocas linguísticas de natureza espontânea entre diferentes culturas, possam fortalecer nossa identidade nacional. A língua portuguesa, como a indústria nacional, não precisa de reserva de mercado e nem se vê diminuída quando as pessoas se veem incentivadas a aprender um segundo idioma.

Dito isso, voltemos ao “hedge”. Trata-se de operação financeira através da qual um indivíduo procura proteger determinado investimento ou patrimônio de uma evolução desfavorável dos mercados. Não é bem “seguro”, mas é parecido. O sujeito tem uma dívida em dólares, está com medo de uma evolução das taxas de câmbio que faça sua dívida mais cara em reais e, em razão disso, compra um “hedge”. Pode ser a aquisição antecipada dos dólares que ele terá de pagar no futuro. Pode ser uma aplicação financeira indexada ao dólar ou a aquisição de um instrumento derivativo, com o qual o indivíduo adquire, digamos a opção de adquirir dólares se determinadas condições se materializarem. São muitas as alternativas, mas o espírito é o mesmo: proteger-se da volatilidade do mercado usando instrumentos financeiros de todo tipo.

Pois bem, hoje se diz que existe muita demanda por dólares para fins de “hedge”, uma demanda que o Banco Central tem sistematicamente desprezado. Parece prevalecer uma teoria, cuja origem não se conhece (e não é acadêmica), segundo a qual num regime de flutuação cambial “de verdade” não há lugar para o uso de derivativos por parte do banco central e nem faz sentido haver títulos indexados à taxa de câmbio. Estes expedientes seriam mecanismos de intervenção, embora indireta, e numa flutuação “puro sangue” não devem ser acionados em nenhuma hipótese.

A prática internacional não apoia propriamente essas teorias. Exceto, talvez, pelas três grandes moedas internacionais de reservas, será difícil encontrar um país com um regime de taxas de câmbio flutuante que não tenha mecanismos de intervenção direta ou indireta no mercado de câmbio quando o tempo fica nublado. Mas em cada lugar é uma história diferente. A África do Sul usa ativamente operações de câmbio “forward” (operações feitas hoje para liquidação e entrega futura), e o México usa intensamente opções de compra e

de venda de câmbio, conhecidos como “puts” e “calls”. Hoje não vamos economizar estrangeirismos, e de propósito.

Mas esta não é uma questão para discutir à luz da experiência internacional, mas do mérito da coisa em si, e para o caso específico do Brasil. Duas características de nossa economia são fundamentais para esta discussão: os brasileiros devem cerca de US\$ 130 bilhões no exterior e o patrimônio líquido das companhias estrangeiras estabelecidas no Brasil deve andar pela casa dos US\$ 200 bilhões. É natural que estes brasileiros devedores, bem como os tesoureiros das filiais de empresas multinacionais procurem “hedge” para a sua exposição em dólares *em alguma medida*. Em momentos de calma esta demanda pode ser quase imperceptível, mas em episódios de nervosismo esta demanda pode chegar a dezenas de bilhões de dólares resultando em enorme pressão sobre a taxa de câmbio absolutamente desconectada dos fluxos do balanço de pagamentos.

A isso se junta o fato de que a demanda por “hedge” é tanto maior quanto maior for a volatilidade da taxa de câmbio. Portanto, num regime de flutuação cambial a demanda por “hedge” é bem maior do que era quando o câmbio estava aprisionado por bandas.

Pois bem, se as autoridades não oferecem instrumentos de “hedge”, não é o mercado que vai oferecer e por uma razão muito simples: o mercado é liquidamente devedor em dólares, ou seja, só existe demanda por “hedge”, a oferta é desprezível. Existem poucos ativos em dólares de brasileiros. Se as autoridades não suprirem o mercado de “hedge” a taxa de câmbio vai acabar pressionada. O nosso BC sabe disso, e mesmo assim adotou nos últimos meses uma política deliberada de renovar apenas parcialmente os títulos com indexação cambial que vinham vencendo. O “hedge” foi ficando escasso e tudo parecia indicar que era intenção da autoridade monetária fazer subir o dólar, o que, evidentemente, acabou acontecendo. Com o nervosismo nas últimas semanas, o dólar foi para a estratosfera, onde permanece atijando a inflação.

É difícil entender a disposição da Autoridade Monetária em não usar instrumentos já consagrados de intervenção indireta no mercado de câmbio – como os títulos cambiais e as operações com derivativos. A alternativa que resta, num momento quando cresce a demanda por “hedge”, é a pior de todas: aumento de juros. Podemos ter sorte, e a situação na Argentina melhorar dramaticamente em função da atuação do Ministro Cavallo, e os temores associados à CPI podem evaporar por completo, de tal sorte que o mercado se acalme sozinho em função das boas notícias. Mas se a demanda por “hedge” continuar no mesmo nível e prevalecer a postura “puro sangue” no tocante a instrumentos cambiais, vamos acabar tendo mais aumento de juros, e sem necessidade.