

## Uma flutuação já não muito pura

Gustavo H. B. Franco

Tem sido muito bem recebida a decisão do Banco Central de intervir no mercado de câmbio de modo a reduzir a alta do dólar. Tendo em vista o vulto e a frequência das intervenções, pode-se dizer que o BC deixou para trás a noção que em um regime de taxas flutuantes, não apenas nenhuma interferência era admitida como também eram emitidos conceitos um tanto ingênuos como "agora não temos mais problemas de financiamento externo" ou "a taxa de câmbio 'cuida' do balanço de pagamentos (enquanto a de juros 'cuida' da inflação)". Aparentemente o recado era o de que a taxa de câmbio estava livre para ser o que tivesse de ser para assegurar o equilíbrio da oferta e demanda de divisas.

Esses conceitos foram testados quando o dólar se aproximou de R\$ 1,60, e alguns dos defensores da desvalorização começaram a se incomodar, e também quando se aproximou de R\$ 2,00 e o país inteiro ficou nervoso. Felizmente o BC começou a exercer suas prerrogativas e moderou os excessos. A experiência recente deixa pouca dúvida quanto à pertinência da intervenção, mas traz a dúvida sobre a melhor forma de fazê-lo: será que a melhor maneira de fazer política cambial é indiretamente através da venda de títulos públicos indexados ao dólar? Ou existem outras formas mais econômicas de se trabalhar?

Para responder a esta pergunta, vou ter de pedir a paciência do leitor para uns conceitos mais técnicos. Nos últimos tempos temos ouvido muito a palavra "hedge", que parece ter se tornado a grande sensação do mercado de câmbio. Por que será? É simples: o "hedge", ou seja, a garantia de uma taxa de câmbio certa no futuro, é fundamental para assegurar relações de paridade entre juros internos e externos, assim como para facilitar o trabalho de qualquer um dos envolvidos com relações comerciais e financeiras internacionais que se desdobram no tempo. A previsibilidade é importante para essa gente. Ademais, todos que têm passivos em dólares, ou patrimônios que precisam ser avaliados em dólares, também precisam de "hedge". Hoje, as pessoas querem mais "hedge" do que no passado porque a taxa de câmbio pode variar muito de um mês para o outro, de um dia para o outro. As pessoas procuram "hedge" pelo mesmo motivo que compram seguro: precisam se proteger contra flutuações que seriam desastrosas, e aceitam pagar um pedaço de seu patrimônio, ou de suas dívidas, para correr menos risco.

Pois bem, na prática, muita gente pode se dispor a vender este "seguro", mas só existe um ressegurador importante: o governo, que pode oferecer resseguro vendendo câmbio pronto, derivativos cambiais ou títulos indexados ao dólar. Qual desses três instrumentos é mais econômico?

Quando o BC vende títulos cambiais, a mesa de mercado aberto tem de comprar papeis com outros indexadores, para que a venda de títulos cambiais não eleve a taxa de juros. O resultado é manter a dívida pública do mesmo

tamanho, mas elevando o percentual indexado a câmbio, que já deve beirar os 30%. A dívida fica mais longa o que é, em si, uma boa razão para fazê-la mais cara. É difícil dizer até onde se pode elevar o percentual da dívida pública indexada ao dólar sem causar ansiedades ao mercado.

A alternativa de usar derivativos cambiais é bastante vantajosa, mas tem de ser um pouco diferente da que se usava anteriormente, no tempo das bandas cambiais, e pode ser parecida com o que se faz, por exemplo, no México. Ali, o banco central vende opções de compra e de venda para exercício futuro, a preços que definem uma espécie de banda de flutuação, que não é entendida como uma "barreira" ou "corredor", mas como um obstáculo a flutuações de maior vulto. Vamos imaginar o seguinte exemplo: o BC vende por R\$ 10,00 a opção de venda, a ser exercida dentro de, digamos, dois meses, de US\$ 100,00 a uma taxa de R\$ 1,95 mas sem entrega física, ou seja, pagando apenas a correção cambial no caso da opção ser exercida. Simultaneamente, o BCB vende também, digamos por R\$ 10,00 uma opção de compra de dólar, esta com entrega da divisa, ao preço de R\$ 1,75. Vamos imaginar também que os volumes vendidos não sejam grandes o suficiente para construir um "piso" e um "teto", mas que ofereçam resistência ao mercado se houver tendência de ultrapassar esses valores.

Esse tipo de atuação, que é muito comum em outros países, reduz flutuações nas taxas de câmbio "spot" e oferece "resseguro" de forma alavancada aos vendedores de "hedge". Um banco com um capital (e um espaço nos seus limites de risco) de R\$ 100, pode "ressegurar" R\$ 1.000,00 vendidos em "hedge", dez vezes mais do que poderia fazer comprando papéis cambiais.

É interessante notar que, nesse sistema de opções, o custo para o Tesouro é provavelmente muito menor que no caso da venda de títulos cambiais. Para comprová-lo basta assumir que, quando a opção de venda é exercida tudo se passa como se o governo tivesse vendido um título com correção cambial. Quando a opção de compra é exercida o governo está comprando câmbio e aumentando suas reservas. Numa ponta como na outra, as opções que não são exercidas, se tornam receita para o governo, como no caso de uma companhia de seguro que recebeu prêmio e o sinistro não aconteceu.

No ano passado, como parte dos preparativos para chegarmos de forma gradual a um regime de maior flutuação, o BC desenvolveu os sistemas e chegou a preparar simulações e circulares para colocar no ar esse mecanismo de opções cambiais. Seria um instrumento excelente para permitir que as antigas bandas pudessem ser flexibilizadas. É pena que se decidiu por outros caminhos, que não foram propriamente bem sucedidos. De toda maneira, o instrumento está na prateleira, e pronto para ser utilizado. Sua utilidade num regime de taxas flexíveis já um pouco mestiço me parece evidente.