

Juro Alto e Apreciação Cambial

As estatísticas do mercado de câmbio podem dar a falsa impressão de que o juro alto não influenciou a apreciação cambial.

Márcio G. P. Garcia¹
18 de janeiro, 2006

Juro alto aprecia o câmbio? Se esta fosse uma questão na minha prova de Macroeconomia II da PUC-Rio, a resposta correta seria: sim; o diferencial positivo de juros atrai capital especulativo estrangeiro, aumentando a oferta de dólares no mercado de câmbio, assim tornando o dólar mais barato. Saldos comerciais (exportações menos importações) elevados apreciam o câmbio? Novamente, a resposta seria afirmativa, pois os saldos comerciais aumentam a oferta de dólares, reduzindo seu preço, isto é, apreciando o câmbio.

Dado que os juros em 2005 foram muito elevados, e que nosso saldo comercial aumentou significativamente, não há nenhuma surpresa que o câmbio tenha se apreciado, caindo de 2,72 para 2,29 R\$/US\$. Os dois fatores—juro alto e saldo comercial elevado—teriam agido no mesmo sentido, o de apreciar a taxa de câmbio. Uma questão importante é saber qual a importância relativa de cada um dos fatores. Aí a questão começa a complicar.

Ao se examinarem as estatísticas de quantidades transacionadas no mercado de câmbio, vemos que as transações cambiais referentes aos movimentos comerciais registraram um superávit de exportações sobre importações de US\$ 51,7 bilhões. Já os movimentos financeiros registram um saldo negativo de US\$ 32,5 bilhões. Mesmo sabendo que as importações financiadas por prazos maiores do que um ano e as compras do Tesouro Nacional para servir a dívida pública externa entram no movimento de câmbio financeiro, é curioso que o saldo das operações do câmbio financeiro tenha sido tão negativo. O que isso significaria? Significaria que o juro alto não logrou atrair capitais, e, conseqüentemente, influenciar a taxa de câmbio? Será que o juro alto não teve qualquer papel na apreciação cambial de 2005, sendo ela integralmente atribuível ao elevado saldo comercial? Se isto for verdade, a queda do juro ora em curso não deverá trazer qualquer movimento de depreciação do real, como se espera.

A evidência estatística mencionada parece ser corroborada com a nova forma utilizada por investidores internacionais para se aproveitarem do juro alto no Brasil via mercado de derivativos: os *NDFs*. *NDFs* de real (*non-deliverable forwards*: contratos a termo sem entrega física) são contratos futuros de real negociados no exterior. Ao comprarem tais contratos futuros, investidores internacionais auferem ganhos semelhantes aos que obteriam caso trouxessem o dinheiro para investir em renda fixa no Brasil, sem a necessidade de aportarem os recursos ao Brasil. Alguns analistas atribuem a essa engenharia financeira a explicação da aparente ineficácia do juro alto em atrair capitais, e o conseqüente saldo negativo do câmbio financeiro. Os investidores internacionais estariam auferindo os ganhos do juro alto sem precisar investir no país. Este argumento

¹ Ph.D. por Stanford e professor do Departamento de Economia da PUC-Rio escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

é, por si só, intrigante: se o dinheiro não entra no país, quem é que paga o equivalente ao juro alto que o investidor em *NDFs* recebe? Espero que o leitor esteja agora intrigado o suficiente para digerir a parte técnica que se seguirá.

No restante do artigo, mostrarei que o juro alto tem um papel relevante na apreciação do real, e, conseqüentemente, a queda prevista do juro deverá levar a depreciar a taxa de câmbio. Vou explicar o processo em duas partes.

A primeira parte refere-se ao comportamento do exportador, que recebe os dólares. Pela lei brasileira, o exportador tem que converter os dólares em reais. Uma vez de posse dos reais, contudo, o exportador tem liberdade para recomprar dólares e investi-los no exterior, se assim julgar lucrativo. Se assim proceder, os dólares entrariam pelo câmbio comercial e sairiam pelo câmbio financeiro, permanecendo no exterior. Com o juro alto, a atratividade relativa de se investir no exterior cai muito. Assim, é natural que vários exportadores redirecionem parte dos ganhos que normalmente investiriam no exterior para investimentos em renda fixa no Brasil. Conseqüentemente, os dólares da exportação tendem a entrar no país e aqui permanecer, reforçando a apreciação do real. As compras de dólares pelo BC e pelo Tesouro Nacional em 2005—respectivamente 21,7 e 13,5 US\$ bilhões—tiveram o resultado de mitigar a apreciação.

Em resumo, a hipótese que levanto é a de que, se os juros tivessem sido menores em 2005, os exportadores teriam enviado mais recursos ao exterior, proporcionando saldo de câmbio financeiro ainda mais negativo, acúmulo de reservas menor, e pressão de apreciação do câmbio também menor. Essa hipótese é passível de teste empírico que pretendo realizar se lograr obter os dados.

A segunda etapa da explicação envolve o investidor internacional que compra o contrato futuro de real no exterior, assim auferindo ganho similar ao que teria se investisse em renda fixa no país. O banco que vende ao investidor o contrato futuro de real (*NDF*) ganha com a intermediação (arbitragem): o banco vende real futuro no exterior (equivalente a comprar dólar futuro no exterior) e vende dólar futuro no Brasil, ganhando com a diferença de preço (*spread*). Quando o banco vende dólar futuro no Brasil, seu preço cai, tornando lucrativa outra arbitragem: a que é feita entre o dólar futuro e o dólar *spot* (à vista). Quando cai o preço do dólar futuro, torna-se lucrativo comprá-lo e vender dólar à vista, aplicando-se os recursos na renda fixa. No vencimento do contrato futuro, recompra-se o dólar que se detinha originalmente e lucra-se com o rendimento excedente da renda fixa.

Em suma, ao comprar o *NDF* no exterior, o investidor estrangeiro dá origem a duas operações de arbitragem que terminam com a venda de dólar à vista no mercado cambial. A venda de dólar à vista é similar à que ocorreria se o investidor estrangeiro trouxesse de fato seus recursos para investir em renda fixa no Brasil. Entretanto, ao investir via *NDF*, os dólares que acabam sendo vendidos no mercado de câmbio à vista não são os do investidor estrangeiro. Podem ser, por exemplo, os dólares provenientes da exportação. Atualmente, estou tentando documentar tais fluxos financeiros para corroborar a explicação.

Se os juros tivessem sido mais baixos, nem os investidores estrangeiros teriam comprado tantos *NDFs*, nem os exportadores brasileiros (bem como os demais investidores domésticos) teriam mantido tantos recursos em moeda doméstica na renda

fixa. Ou seja, o mesmo saldo comercial daria origem a um saldo negativo no câmbio financeiro ainda maior, com a natural redução da apreciação cambial registrada.

Em suma, os derivativos tornam as operações um pouco mais difícil de explicar, mas a regra econômica que preconiza o efeito dos juros altos em apreciar o câmbio continua válida. Resta a difícil e fundamental tarefa de medir o tamanho desses efeitos para avaliar quanto a queda dos juros proporcionará de depreciação cambial.