

---

## 15:53 ENTREVISTA: SWAP REVERSO COMBATERÁ CARRY-TRADE, DIZ MARCIO GARCIA

Rio, 17 - O capital de carry-trade, que busca ganhar com a diferença entre as taxas de juros internas e externas, é responsável por parte significativa das reservas internacionais brasileiras, acredita o professor de Economia da PUC-Rio, Márcio Garcia, Phd pela Universidade de Stanford. “Enquanto a perspectiva da economia brasileira estiver boa e a estabilidade do câmbio estiver grande, ganhar dinheiro com esse diferencial de juros é tirar doce de criança”, disse ele, em entrevista à jornalista *Adriana Chiarini*, da **Agência Estado**, concedida na PUC, onde Garcia trabalha nas áreas de Macroeconomia, Economia Monetária, Finanças, Econometria e Finanças Internacionais.

De acordo com o especialista, ao informar na sexta-feira que não avisará mais quando for atuar em swap cambial reverso, o Banco Central sinaliza que voltará a fazer esse tipo de operação, em uma ação contra o carry-trade. Garcia defende que a redução dos juros seja feita mais rapidamente, inclusive com um corte de 0,50 ponto porcentual na Selic na reunião do Copom de hoje e amanhã, mas não acha que isso vá ocorrer agora. “Se (o Copom) não fizer nessa próxima, acho que será uma boa oportunidade para avisar nessa que vai fazer na seguinte, caso a conjuntura boa se mantenha”, diz ele.

O professor enfatiza, porém, que a causa principal da valorização do real é o superávit comercial e defende abertura comercial e o corte de gastos públicos para reduzir a carga tributária e aumentar a competitividade da economia brasileira. Segundo Garcia, se, num passe de mágica, os juros baixarem para 10%, o câmbio pode chegar a R\$ 2,30. Mas não voltaria mais ao patamar de R\$ 3, a não ser caso haja uma crise internacional, cenário com o qual não trabalha.

**Agência Estado: O senhor acredita que o câmbio pode chegar a menos de R\$ 2 e continuar assim por muito tempo?**

Márcio Garcia: As estimativas que meu aluno Felipe César Diógenes fez em sua dissertação de mestrado, recentemente defendida aqui na PUC-Rio, indicam que, se o Banco Central (BC) não continuar intervindo como vem fazendo nos últimos meses, o dólar cairia para níveis bastante inferiores a R\$ 2 por dólar.

**AE: É possível que o BC tenha uma banda implícita, um piso?**

Garcia: Não. Afirmar isso é esticar um pouco a corda. Acho que BC vê que está entrando muito dinheiro, está afetando o mercado, então compra. Todo mundo que acreditou em banda implícita perdeu dinheiro. Quem acreditava que era R\$ 2,20, depois R\$ 2,15, depois R\$ 2,10, depois R\$ 2,05... E continua perdendo.

**AE: O senhor tem apontado o diferencial de juros como uma das causas da valorização do**



real.

Garcia: A causa principal é o bom desempenho das nossas exportações, principalmente pela alta do preço das commodities no mundo. Nós, que sempre vivemos com déficit em conta-corrente, hoje estamos folgados com superávit em conta-corrente. Agora, outro fator também importante é o diferencial de juros que nós temos em relação aos nossos parceiros internacionais e que dá origem a uma operação conhecida como carry-trade, onde o investidor capta em uma moeda que tem juro baixo - a principal é o iene - e aplica em uma moeda que tem juro alto - a principal é o real. Fazendo isso, ele auferirá ganhos elevados.

**AE: O Banco Central pode ou deve fazer alguma coisa contra esse movimento?**

Garcia: A apreciação é inevitável, a questão é o grau. Isso não é tarefa só do BC. O governo deveria estar fazendo duas coisas que não estão sendo feitas e que não estão sob responsabilidade do BC. Uma é abrir mais a economia, baixar tarifas. É algo que precisa ser feito mais cedo ou mais tarde. Uma economia fechada necessariamente é uma economia menos competitiva e o Brasil é uma das mais fechadas do mundo.

**AE: Qual a outra providência?**

Garcia: Reduzir a carga tributária. Mas só pode reduzir a carga tributária se diminuir os gastos correntes do Estado. Se não fizer isso e abrir a economia, o Brasil vai ficar sempre com uma economia desbalanceada, vai ser menos produtivo, e estará sempre com câmbio mais apreciado do que deveria. Queremos que o Banco Central faça todo o serviço comprando dólar e botando nas reservas é obviamente querer o impossível.

**AE: E o que o Banco Central pode fazer?**

Garcia: O que vem fazendo. Intervir ativamente no mercado de câmbio. O que também o BC poderia fazer, se fosse ajudado com o corte de gastos públicos, seria baixar os juros de forma mais rápida. Isso também diminuiria o interesse do estrangeiro nessa estratégia do carry-trade e com isso faria com que a tendência de apreciação do real fosse menor.

**AE: Só se fosse ajudado pela política fiscal?**

Garcia: Não. Amanhã, por exemplo, se o BC voltar a cortar 0,50 p.p. da Selic, isso já ajudaria alguma coisa. Não acho que vá fazer isso, mas acho que teria condições. Obviamente, para diminuir mais significativamente, teria que ser ajudado com a política fiscal. Aí poderia baixar os juros mais rapidamente.

**AE: O senhor acha que o Copom pode baixar os juros em 0,50 p.p. nas próximas reuniões?**

Garcia: Se não fizer nessa próxima, acho que será uma boa oportunidade para avisar nessa que vai fazer na seguinte, caso a conjuntura boa se mantenha.

**AE: Deve-se fazer algo mais além de baixar juros para evitar o capital do carry-trade?**

Garcia: Esse dinheiro do carry-trade vai embora assim que o juro baixar. Essas reservas que estão sendo acumuladas assim não são reservas boas. O BC, em 1997 e 1998, chegou a acumular o que, na época, era o ápice de toda a nossa série de reservas, mais de US\$ 70 bilhões, e até o final de 1998 perdemos mais de US\$ 40 bilhões e íamos seguir perdendo, mas aí houve a desvalorização em janeiro de 1999. Assim como esse dinheiro entra muito rápido, ele sai muito rápido. Esse tipo de reserva dá falsa impressão de segurança.

**AE: O senhor sabe quanto das reservas atuais podem ser referentes a esse capital de carry-trade?**

Garcia: Eu gostaria de saber. Vi algumas contas sendo feitas e tal, mas não há número razoável que eu possa confiar.

**AE: O senhor acha que é um valor significativo?**

Garcia: Sem dúvida. Enquanto a perspectiva da economia brasileira estiver boa, a internacional estiver bem, precisando de produtos brasileiros, e a estabilidade do câmbio estiver grande, ganhar dinheiro com esse diferencial de juros é tirar doce de criança.

**AE: Se os juros baixarem, o câmbio muda de patamar ou esse câmbio veio para ficar?**

Garcia: A estimativa que faço é que o câmbio não vai se depreciar muito, não. Se o juro, por exemplo, num passe de mágica, fosse para 10% e aí simplesmente esse dinheiro saísse, minhas estimativas indicam que o câmbio não subiria acima de R\$ 2,30. É um número razoável, mas muito diferente de R\$ 3 que tinha lá em 2004 ou 2003. Acho que para R\$ 3 não volta mais, não. Diria que quando o juro parar de baixar, com sorte, a gente está lá nos R\$ 2,30. Mas se tiver uma crise e secar o fluxo de capital no mundo, aí é outra coisa, mas não é o cenário que eu estou trabalhando. Em um cenário de crise, o câmbio pode subir muito, não tanto quanto em 2002. Nós temos reserva, podemos perder alguma. A parte sólida das reservas pode estar grande.

**AE: Tem espaço para o juro cair para quanto?**

Garcia: Não cheguei a estimar. Usei um subterfúgio para calcular os R\$ 2,30. Mas tem uns cálculos de Edmar Bacha e outros autores que falam de redução de 2,5 p.p., portanto, 10,25% , perto de 10%. Estamos com inflação na faixa de 3%, projetada a 4% para o ano que vem. Se tivéssemos um juro de 10%, dava uma taxa de juro real de 6%, que é razoável. A maior parte dos países do mundo não tem nada próximo disso. Mas é muito mais baixa que a taxa que a gente

---

teve desde que a gente controlou a inflação. Aí é que a coisa pega.

**AE: Na sexta-feira, o BC informou que não vai mais avisar com antecedência quando fará leilão de swap cambial reverso. Que efeito o senhor acha que isso terá?**

Garcia: Primeiro, eu acho que o BC vai começar a fazer os leilões de swap cambial reverso. Isso por conta de uma distorção que tem ocorrido na taxa do chamado cupom cambial, que é a taxa do empréstimo em dólar no Brasil. Essa taxa está se tornando maior que as taxas a que os bancos grandes podem captar lá fora. Então, eles trazem dinheiro de lá fora aqui para dentro, fazendo a chamada posição cambial vendida. Eles trazem esse dinheiro, vendem esse recurso aqui, aplicando em dólar aqui dentro. Isso é feito via mercado futuro de dólar. Então, a idéia de o BC comprar o dólar futuro é não deixar que esse cupom cambial abra tanto. Isso é efeito do grande diferencial de juros que existe entre aqui e as taxas internacionais - e vai perdurar enquanto houver esse diferencial tão grande. Então, o que a gente tinha que fazer é reduzir os juros mais rapidamente. Para isso, ajudaria muito abrir a economia e cortar os gastos do governo. Mas como nada disso vai ser feito, o juro vai cair mais devagar, o que vai dificultar essa estratégia. E todas as outras. E vai fazer o País crescer menos, gerar menos emprego, enfim...

**AE: Na semana passada, foi anunciado o novo diretor do BC, Mário Torós. O senhor o conhece? Que mudanças ele pode fazer?**

Garcia: Não tive o prazer de conhecê-lo, mas ouvi excelentes referências a seu respeito. É uma pessoa com larga experiência no mercado financeiro e que pode exercer a função com grande competência como vinha fazendo o diretor que está se afastando, o Rodrigo Azevedo. Esse eu conheço, porque é também um economista, é mais da minha área. Eu não vejo que vá mudar significativamente. Cada um tem um jeito, não é? Mas a política do BC é a mesma e isso eu acho que não vai mudar.

**AE: Quais os principais problemas da valorização do real?**

Garcia: Há uma série de setores que estão sofrendo, que não vão conseguir exportar como exportavam antes. Quem compete com importados também vai sofrer. Mas tem conseqüências boas para a economia como um todo. Só que a oportunidade tem que ser bem aproveitada para que a economia realmente aumente a sua produtividade, aproveite que está podendo comprar bens de capital baratos no exterior e faça um investimento realmente grande. Isso não está ocorrendo.

**AE: Por que?**

Garcia: Basicamente porque não há tantas boas oportunidades de investimento no Brasil. Isso depende do câmbio? Acredito que bastante pouco. Depende sobretudo de uma enorme carga tributária que só tende a aumentar. Porque a gente só ouve falar em aumentar o gasto público. O

superávit primário que era 4,25% do PIB já baixou aí para 3,8%. Mesmo assim, talvez não seja fácil de fazer. Enfim, você está vendo uma deterioração paulatina aí, no maior ambiente de opulência da economia mundial de não sei quantas décadas. A última experiência tão grande foi até 73. Só que naquela época a gente crescia 10%, 12% ao ano.

**AE: Mas o superávit primário baixou por causa da revisão do PIB, não é? O senhor acha que deveria ter sido mantido?**

Garcia: Não só revisão do PIB. Teve também a questão do PPI e da execução. A regra devia ser reduzir carga tributária, conseqüentemente, reduzir gastos. Mas só se está fazendo o contrário. Isso em ambiente de opulência. Imagina se, por acaso, tivesse uma crise.

**AE: O que o senhor espera para economia mundial? O que o senhor está vendo da economia chinesa e americana? Tem alguma perspectiva de crise?**

Garcia: Não é este o cenário principal com o qual eu trabalho. Mas uma coisa que a gente não entende é como o desequilíbrio, o déficit em transações correntes dos Estados Unidos, consegue permanecer durante esse tempo. Tem vários problemas aí que podem ocorrer. Vimos esse problema do mercado de crédito de risco de hipotecas dos EUA chamado subprime. Houve um abalo nesse mercado e o medo é que isso pudesse comprometer todo o mercado, fazer o preço de imóveis cair ainda mais acentuadamente, jogar o consumo americano para baixo e, com isso, desmontar essa engrenagem: as economias asiáticas produzindo produtos baratos para a economia americana comprar, com isso tendo lucros e usando esse dinheiro para investir em papéis do Tesouro norte-americano. Enquanto essa engrenagem continuar funcionando ou se outras coisas acontecerem - como Europa e Japão crescerem mais, com EUA crescendo menos - podemos continuar funcionando direito na economia mundial. Os EUA têm que crescer um pouco menos, e o dólar se depreciar, porque o desequilíbrio em conta-corrente tem que ser solucionado mais cedo ou mais tarde. Uma coisa que a gente sabe é que ele não pode durar para sempre.

**AE: O senhor acha que a desaceleração americana vai ocorrer em quanto tempo, em qual ritmo?**

Garcia: Se eu soubesse, eu garanto que estaria muito rico (risos).

**AE: O senhor acha que controle de capitais não funciona. Por que?**

Garcia: Este é um estudo que fiz com outro aluno meu, Bernardo Carvalho. O que a gente comprova é que a eficácia do controle de capital nos anos 90 no Brasil, quando a gente tentou evitar que entrasse capital no Brasil, foi bastante pequena, e efêmera. Cada controle demorava no máximo de dois a seis meses para perder completamente sua eficácia. Então, ficava o Banco Central fazendo jogo de gato e rato com o mercado, que sempre arrumava um jeito de passar ao



---

largo da regulação do BC. Mas a gente pode querer entrar por aí. A gente vai ficar enxugando gelo. Não entro na discussão se controle de capitais é desejável ou não. Ele, simplesmente, não é factível, não é exeqüível, não funciona. Então, por exemplo, o que vai se conseguir com uma sugestão que ouvi, de subir a margem de garantia para operar na BM&F, estabelecer que, para vender dólar futuro na BM&F, tem que botar mais dinheiro lá? Tirar negócio da BM&F e passar para banco. O banco vai lhe oferecer um sucedâneo menos caro e embolsar parte do lucro para ele.

(Adriana Chiarini)