

Diferenciais de juros e câmbio: Já chegamos ao piso?

3/julho/96

Márcio G. P. Garcia

Departamento de Economia – PUC-Rio

Muito se tem discutido sobre a sustentabilidade da atual política macroeconômica. As principais previsões que circulam pela imprensa econômico-financeira indicam um déficit em conta-corrente do balanço de pagamentos da ordem de 3% para este ano. Ou seja, algo da ordem de US\$20 bilhões precisaria ser captado através da conta capital para financiar tal déficit. Essa, portanto, seria a nossa necessidade de captação de poupança externa neste ano, e, não havendo modificações na política cambial, também nos próximos dois ou três anos.

No curto prazo, não parece haver um problema em satisfazer as condições desse cenário. Entretanto, no médio prazo, há a necessidade de uma continuidade dos fluxos de capitais que têm afluído recentemente à nossa economia. Dentre os diversos fatores que estimularam o ingresso de capitais estrangeiros recentemente no Brasil, destaca-se o diferencial entre as taxas de juros no Brasil e no exterior.

O diferencial de juros entre dois países pode ser medido de várias formas. Pode-se, por exemplo, calcular a diferença entre as taxas nominais ou entre as taxas reais. Prefere-se aqui calcular o diferencial da paridade coberta das taxas de juros (DPC). O DPC indica o ganho **acima da taxa de juros internacional** que um investidor estrangeiro teria ao investir em renda fixa no Brasil, **sem correr o risco de desvalorização cambial**.

O gráfico 1 [**CID.XLS Chart 1**] mostra a evolução do DPC desde fevereiro de 1991, bem como a variação das reservas internacionais.¹ Note como a elevação dos juros domésticos após a desvalorização cambial de 30 de setembro de 1991 elevou o diferencial, e iniciou o processo de acumulação de reservas cambiais que as fez crescer do mínimo de US\$ 7 bilhões em setembro de 1991 para o atual patamar de US\$ 60

¹ Usamos aqui a taxa de juros SELIC para os juros brasileiros, a T-Bill norte-americana para os juros internacionais, e as cotações do mercado futuro da BM&F no início de cada mês para inferir a desvalorização esperada

bilhões. Naturalmente vários outros fatores intervieram nesse processo, mas o diferencial de juros foi o mais relevante.

Há mais de uma forma em se investir em títulos brasileiros de renda fixa sem correr o risco de uma desvalorização cambial. Aqui analisamos as três principais. As duas primeiras envolvem trocar as cambiais por reais e investir dentro do Brasil. A outra envolve investir nos títulos originados do processo de renegociação da dívida externa brasileira (os “Bradies”).

O gráfico 2 [**PARIDAD2.XLS Chart 2**] mostra o DPC calculado com essas três distintas formas. As barras são as taxas dos leilões das NTN-D (dívida do Tesouro nacional indexada ao dólar) deduzindo-se a taxa internacional (Libor). A linha pontilhada é a taxa de juros do título mais líquido dentre os Bradies brasileiros, o IDU, deduzindo-se a Libor. A linha contínua é o DPC computado com os juros sinalizados pelo mercado futuro de DI, daí deduzidos a desvalorização sinalizada pelo mercado futuro de dólar, bem como a Libor. Note que embora meçam a mesma coisa, estas três medidas do DPC divergem consistentemente.

O gráfico 2 pode ser apresentado de uma forma um pouco diferente que é mais conhecida no mercado. Se compusermos as séries que aparecem no gráfico 2 com a Libor, obteremos as taxas conhecidas como o “coupon do dólar futuro”, a NTN-D e o IDU, as quais compõe o gráfico 3 [**PARIDAD2.XLS Chart 1**]. Como a Libor variou pouco em relação à variação das demais séries, o gráfico 3 não difere muito do gráfico 2.

Dado que os três investimentos em títulos de renda fixa brasileiros descritos acima não correm risco cambial, atribui-se o DPC à existência do risco país. Assim, as três diferentes medidas da DPC do gráfico 2 representam diferentes medidas do risco Brasil.

O gráfico mostra alguns aspectos interessantes. O IDU apresenta sistematicamente o menor risco Brasil, exceto em períodos de dificuldades cambiais, como o deflagrado pela crise mexicana de dezembro/94 e que se estendeu até março-abril/95 com a mudança canhestra de política cambial que veio a provocar a mudança do presidente do Banco Central. Esse período comprova a utilidade do DPC como medida da atratividade dos títulos brasileiros. Como nesse período a cobertura cambial (os futuros do dólar)

tornou-se muito cara vis-à-vis a taxa de juros (a qual vinha caindo desde outubro e pouco se elevou até março/95), a DPC medida pelos títulos domésticos caiu e com ela a atratividade ao investidor estrangeiro, provocando a saída de capitais (veja o gráfico 1).

Ao contrário do comportamento da DPC construída com os dados do mercado futuro, a DPC medida através do IDU se eleva durante esse período de dificuldade cambial. O IDU é um título cotado diretamente em dólar, com pagamentos conhecidos (pré-fixados ou vinculados à Libor). Assim, em períodos de maior expectativa de desvalorização causada por dificuldades no front externo (como as deflagradas pela crise mexicana), nada se altera quanto aos pagamentos do título. Entretanto, a probabilidade de *default* aumenta, e com ela também cresce a remuneração exigida pelos investidores para carregar tais títulos. Por isso, a taxa do IDU se eleva.

A partir de meados do ano passado, quando o Banco Central passou a senhor de barão e cutelo do mercado cambial, a volatilidade do mercado de câmbio caiu significativamente, fazendo também cair a volatilidade da DPC (veja no gráfico 2 como a série “Covered Interest Differential” torna-se menos denteada a partir de meados de 95). Este é o período em que os altos juros passaram a ser mais criticados por não terem caído mais rapidamente após a elevação de março-abril/95. De fato, o diferencial entre o IDU (que caiu quase à metade) e o DPC com os futuros torna-se enorme. Não surpreendentemente, a acumulação de reservas aumenta rapidamente (veja gráfico 1). A taxa de juros que o Banco Central julgava necessária para manter o equilíbrio interno da economia mostrou-se nesse período excessiva para o equilíbrio externo, ocasionando um acúmulo demasiado de reservas. Isto apesar das diversas medidas restritivas à entrada de capitais estrangeiros que se sucederam desde 1993.

Por fim, o período que se inicia em dezembro do ano passado é marcado pela queda dos DPC calculados tanto com as NTN-D quanto com os futuros. Note que os juros internos já estavam em queda há muito mais tempo, mas a mudança dos patamares de desvalorização cambial matinha o DPC em níveis elevados. Note como o diferencial entre o IDU e a série “Covered Interest Differential” cai progressivamente. O mesmo ocorre entre as NTN-D e a série “Covered Interest Differential”. Este último diferencial tem certamente um componente de estrutura a termo das taxas de juros. Na medida em que as NTN-D são títulos mais longos do que o mais longo dos futuros, é natural que as

primeiras paguem um rendimento menor em períodos de queda dos juros, como o que vivemos desde o segundo semestre do ano passado. Se assim for, a diminuição significativa do diferencial, (veja gráfico 2) evidenciada nos últimos leilões, pode estar indicando que o juros estão próximos de seu piso quanto à atratividade do capital externo. Claro que as restrições à entrada de capitais podem ser desfeitas, elevando a atratividade para uma dada taxa de juros.

Em que pese a importância da discussão anterior sobre taxas de juros, ela é certamente bastante incompleta. Isto porque não se falou em momento algum das taxas ativas das instituições financeiras, essas muito mais elevadas do que as taxas básicas da economia (SELIC e CDI). As taxas dos vários tipos de empréstimos continuam escorchantes, fornecendo uma ótima aplicação para o investidor externo e interno. Voltaremos a esse assunto proximamente.