

# Melhora das Expectativas e Taxa de Câmbio

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>  
8 de maio, 2009

*A melhora dos humores nos mercados financeiros coloca o BC frente a velhos desafios com novos complicadores.*

Nas últimas semanas, o otimismo voltou a dominar os mercados financeiros. A queda na percepção de risco dos investidores deveu-se a algumas boas notícias aliadas à disseminação da ideia de que teria sido definitivamente afastado o “juízo final”, representando pela falência de muitos bancos sistemicamente importantes nos EUA e em outros países. É cedo para se afirmar que o pior já passou, mas o cenário principal passou a ser o de que a economia mundial vai voltar a crescer, ainda que a taxas inferiores às aquelas até 2007.

Mesmo que o otimismo atual venha a se mostrar exagerado *a posteriori*, a melhora das expectativas tem produzido mudanças importantes em variáveis macroeconômicas. Desde março, ocorreu acentuada apreciação do real. De um nível superior a 2,40 R\$/US\$ no início de março, a taxa de câmbio caiu para níveis próximos a 2,10 R\$/US\$ nesta semana (vide gráfico).

Um dos fatores que impulsionaram a apreciação recente do real é a retomada do investimento estrangeiro. Em particular, há indicações de que esteja sendo retomada a estratégia conhecida como *carry trade*. Em sua forma mais simples, tal estratégia de investimento consiste em tomar emprestado em uma moeda de juro baixo (o dólar), converter os recursos em uma moeda de juro alto (o real), e aplicar em um título de renda fixa em real. Na data do vencimento do título, o principal acrescido dos juros é reconvertido para dólares. O resultado da operação é a diferença entre as taxas de juros em real e em dólar, acrescida da eventual apreciação do real frente ao dólar no período. Caso o real se depreciasse fortemente no período, como ocorreu, por exemplo, a partir do início de agosto passado (vide gráfico), os investidores em *carry trade* sofreriam pesadas perdas.

É possível demonstrar que o mesmo resultado financeiro desta operação pode ser obtido, alternativamente, vendendo-se um contrato futuro de dólar da mesma maturidade do título de renda fixa em real. Isto nos permite usar os dados oferecidos pela BM&FBovespa em seu site para tentar verificar se o *carry trade* está de fato voltando.

A outra série contida no gráfico, além da taxa de câmbio, é a soma das posições dos investidores estrangeiros nos contratos futuros de dólar. Valores positivos da série indicam que os estrangeiros estão, no agregado, comprados em dólar futuro. Valores negativos indicam que os estrangeiros estão vendidos, ou seja, estão apostando na apreciação do real frente ao dólar. Esta é apenas uma parte dos investimentos estrangeiros em *carry trade* no Brasil. Não obstante, se supusermos que tal parte

---

<sup>1</sup> Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira a cada mês.

representa bem o todo, qual uma metonímia, teremos uma indicação boa sobre a volta do *carry trade*.

O gráfico sugere uma associação entre a posição agregada dos investidores estrangeiros no mercado de dólar futuro e a taxa de câmbio. A associação é forte até a eclosão da crise do *sub-prime*, no segundo semestre de 2007. Depois, ocorre o período do desacoplamento ilusório, quando persiste a tendência de apreciação cambial, impulsionada pelos preços crescentes de nossas exportações, embora a escassez de crédito impeça o *carry trade*; alternam-se posições de estrangeiros compradas com pequenas posições vendidas. O quadro se transforma a partir de agosto de 2008, quando os estrangeiros reverteram rapidamente a posição de vendida para comprada e passam a deter grande posição comprada em dólar futuro. Tal movimento se acirra após a falência do Lehman Brothers, em 15/9/08, que aumentou a falta de crédito. Nesse período, ocorre enorme e rápida depreciação do real. Desde dezembro de 2008, o câmbio vem se apreciando, e a posição comprada dos estrangeiros vem sendo revertida, sendo hoje liquidamente vendida.

Embora um simples gráfico não possa ser usado para inferir causalidade entre as séries, há estudos que sugerem ser a posição dos estrangeiros no mercado futuro um dos determinantes da taxa de câmbio. Ou seja, é provável que parte da apreciação cambial que vem sendo registrada recentemente advenha da volta do *carry trade*, aliada a outros fatores que têm aumentado a entrada líquida de divisas, como o aumento das exportações, a queda das importações, e outros tipos de investimentos.

Assim, volta o BC a contemplar problemas que haviam hibernado desde o agravamento da crise internacional em setembro do ano passado. A compra de dólar futuro pelo BC (os chamados swaps reversos) na terça-feira, depois de vários meses, parece demonstrar tal fato.

O BC sempre afirmou, corretamente, que não intervém no mercado cambial para fixar o nível do câmbio, mas, sim, para diminuir volatilidade excessiva. Na medida em que o *carry trade* volta a ser praticado, a taxa de juro readquire papel mais forte na contenção da inflação, ao contribuir para a apreciação o real. Isso, em princípio, é positivo, pois abre espaço para queda mais rápida dos juros.

Mas muitas são as dúvidas e os dilemas que os membros do Copom voltarão a enfrentar, agora com novos complicadores. Por exemplo, qual o efeito da recente apreciação cambial sobre a inflação? O fato de a depreciação cambial anterior ter tido muito pouco impacto sobre a inflação implicaria que diminuirá o efeito deflacionário da atual apreciação? Qual o impacto da queda dos juros sobre o *carry trade*? O prejuízo de algumas empresas exportadoras no final do ano passado terá servido para que haja, desta vez, volume menor de posições especulativas apostando na apreciação do real? Vale a pena voltar a acumular reservas a um custo elevado a partir de um patamar já bastante alto (mais de US\$ 200 bilhões), quando tal montante de reservas já se mostrou suficiente para suportar o grande tsunami representado pela crise de crédito do final do ano passado? Tais decisões serão tomadas, atualmente, em um quadro no qual a apreciação cambial causa aumento da razão dívida/PIB do governo, e que várias medidas fiscais tomadas pioraram significativamente e permanentemente as perspectivas do orçamento fiscal. Também será grande a pressão dos lobbies do câmbio alto, pois,

embora a taxa de câmbio seja, hoje, mais elevada do que a de agosto passado, os preços e quantidades de muitas exportações despencaram.

Assim é a política econômica, melhoras não implicam solução dos problemas, mas, sim, novos problemas. Com o agravante de que tudo pode mudar se notícias ruins no front internacional piorarem os humores dos investidores.

## Posição dos Investidores Estrangeiros no Mercado de Dólar Futuro e Taxa de Câmbio

