

UM MACROECONOMISTA COM ESPECIALIZAÇÃO EM GERENCIAMENTO DE RISCO

P^{hD} em Economia pela Universidade Stanford, Califórnia, Estados Unidos, Márcio Gomes Pinto Garcia é o entrevistado desta edição.

Garcia formou-se em Engenharia de Produção pela Universidade Federal do Rio de Janeiro, em 1982.

Casado, pai de dois filhos — botafoguenses doentes como o pai —, Garcia é, desde agosto de 1991, professor de Macroeconomia, Econometria e Finanças do Departamento de Economia da PUC/Rio. Além de suas atividades acadêmicas, é consultor de várias instituições públicas e privadas, entre as quais Banco Central, Banco Icatu e BM&F.

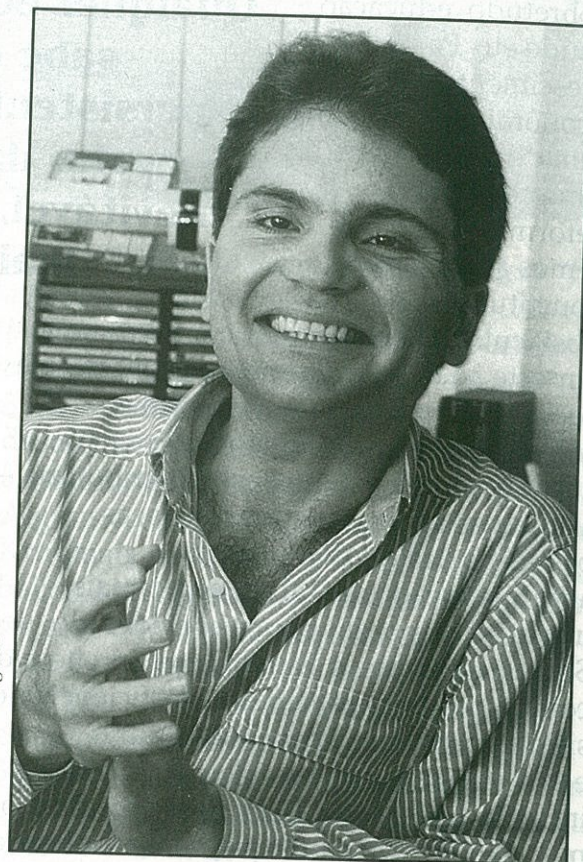
Possui diversos trabalhos publicados em revistas técnicas de Economia no Brasil e no Exterior, além de um livro produzido em co-autoria.

Márcio foi pesquisador visitante nos departamentos de Economia do MIT e da Universidade de Chicago. Em 1993, Garcia recebeu o Prêmio Haralambos Simeonidis, da Associação Nacional de Centros de Pós-graduação em Economia, de melhor artigo de autoria de pesquisadores vinculados a instituições brasileiras no campo da Ciência Econômica

R.B. — Michel Camdessus, diretor-gerente do Fundo Monetário Internacional, diz que o Plano Real já fez sua parte, cabendo, agora, às reformas estruturais a continuidade do relativo sucesso obtido até aqui na busca da estabilidade econômica. O senhor concorda? Qual é, efetivamente, a importância das reformas? Sem elas, qual o cenário possível?

M.G. — O Plano Real constitui-se numa magnífica transição da megainflação para níveis “civilizados” de inflação. Agora, com

a maior parte da inércia inflacionária eliminada — ou adormecida —, o Brasil passa a ter os problemas normais de qualquer economia pobre em desenvolvimento. Para que a inflação não recrudesça, é indispensável que o Estado equilibre seu orçamento aos níveis determinados pela capacidade de financiamento não inflacionário. Entretanto, como o Brasil é um país de notáveis carências sociais, o Estado não pode ter como fim único manter a



Fotos: Renato de Aguiar

inflação baixa. É imprescindível que nossa economia cresça, gere empregos e incorpore a grande massa de brasileiros no processo produtivo, fazendo com que esse contingente muito carente possa ampliar seus horizontes de consumo de bens e serviços – inclusive, e sobretudo, educação, saúde etc. Para obter crescimento econômico, o Estado tem de passar por uma completa reforma, pois o que temos atualmente constitui-se em obstáculo, não em suporte ao desenvolvimento econômico e social. É aí que entram as reformas constitucionais – previdência, administrativa e o que resta da tributária –, as reformas infraconstitucionais, as privatizações e o dia-a-dia da administração, que talvez seja o mais importante, porém pouco considerado, item. Sem as reformas, o Estado brasileiro terá de comprometer enormemente a eficiência do sistema produtivo para conseguir o equilíbrio fiscal necessário para manter a inflação controlada. Com nossa história, o mais razoável é supor que, sem as reformas, voltaremos à inflação elevada. Claro que isso é no longo prazo, não para o mês que vem. Mas qualquer economista sério sabe que, com persistentes déficits, a volta da inflação é inevitável, mais cedo ou mais tarde.

R. B. – O governo tem sinalizado com queda de taxa de juro. O senhor acredita que será possível adotar, de fato, essa política, diante da necessidade de manter o nível das reservas cambiais e de financiamento do déficit público? Em que medida essa política é, efetivamente, preocupante para o atual momento do Plano? Que peso tem a ajuda federal aos estados e a seus bancos regionais?

Qualquer economista sério sabe que, com persistentes déficits, a volta da inflação é inevitável, mais cedo ou mais tarde.

M.G. – A política monetária restritiva, que inclui juros altos mas não se restringe a eles, foi determinante para o sucesso do Plano Real até aqui. Sem a queda do ritmo de crescimento da demanda que se registrava no início de 1995, o Plano Real já teria sucumbido. Claro

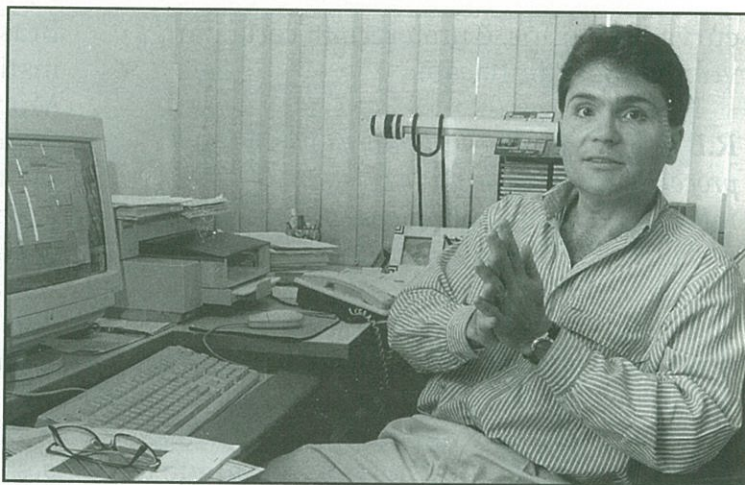
que seria muito melhor que o lado fiscal tivesse feito sua parte, reduzindo o déficit. Porém, como o déficit operacional cresceu mais de seis pontos percentuais do PIB de 94 para 95, a política monetária foi a única saída possível.

Os juros do mercado de reservas têm ainda espaço para cair – e tal margem será tão maior quanto maior for o esforço de ajuste fiscal. Se não houver melhoras palpáveis no *front* fiscal no médio prazo, os juros terão de voltar a crescer. Eu vejo os juros como a febre: se não se debela a infecção, que é o déficit público elevado e persistente, a febre fica alta. A ajuda do governo federal aos estados é inevitável, pois estes não têm condições de resolver sozinhos seus problemas de endividamento. O que não pode é aliviar a pressão sobre os estados, para que voltem a gastar e deixem de lado o processo de ajuste, que mal começou. Nesse sentido, a atuação recente do BNDES vem prejudicando sensivelmente o processo de ajuste fiscal, por emprestar maciçamente aos estados, a título de privatizações cuja realização é duvidosa. Inclusive, duas delas já foram negadas pelos governadores de Minas Gerais e Paraná. Outro ponto central é a necessidade imperiosa de eliminar o acesso dos governos estaduais a fontes de financiamento que lhes permitam não proceder ao indispensável ajuste fiscal. Está provado, pela história dos últimos 15 anos, que os bancos estaduais representam a principal ameaça ao ajuste fiscal. A não resolução da intervenção no Banespa até hoje é, a meu entender, a principal ameaça ao Plano

Real. Como pode um investidor estrangeiro confiar na estabilização se o governo pára no meio da principal ação saneadora, por receio de contrariar aliados políticos?

R. B. – O diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central, Gustavo Franco, em recente trabalho divulgado, afirma que a abertura econômica deve ser tomada como necessidade constante na busca de crescimento. O senhor concorda? Existe dilema entre abertura de mercado e desenvolvimento dos setores econômicos internos ou, de fato, a primeira favorece o desenvolvimento geral?

M.G. – A abertura comercial representou, e representa, uma das principais modificações de nossa economia. Não se duvide de que, sem ela, o Plano Real não poderia ter o sucesso que teve no front antiinflacionário. Além disso, milhares de empresas aumentaram significativamente a eficiência do processo produtivo, bem como a qualidade dos produtos. Isso se reflete em produtos melhores e mais baratos, bem como em mais exportação por nossa indústria. Claro que esse processo é doloroso. Vários setores que foram criados, e vicejaram sob maciça proteção comercial e subsídios fiscais, têm hoje de mostrar eficiência ou sucumbir. Isso, no entanto, é indispensável e bom para o Brasil no longo prazo. No curto prazo, contudo, há empresas quebradas e trabalhadores desempregados, com alto custo social. Todavia, não adianta querer dar sobrevida a empresas que não se mantenham por suas próprias pernas. Isso apenas aumentaria os custos do ajuste indispensável. Novamente, cabe enfatizar que as reformas podem ajudar, e muito, a diminuição dos custos do ajuste. Apenas para citar um exemplo, se os portos já estivessem privatizados, diminuindo sensivelmente o custo Brasil, o desempenho do setor exportador seria, certamente, muito melhor do que é.



R.B. – O ministro Pedro Malan considera “lixo” a discussão sobre o dilema crescimento x controle inflacionário em patamares baixos. O senhor concorda? Que análise faz sobre o assunto?

M.G. – A discussão nos países desenvolvidos é se vale a pena tentar atingir a estabilidade de preços – inflação zero. Alguns economistas, como o professor Paul Krugman, defende que é melhor ter inflação baixa, 2 ou 3% ao ano, e maior crescimento a ter zero de inflação e menor crescimento. Essa discussão não tem nada a ver com o caso brasileiro. Primeiro porque não estamos no patamar inflacionário de 2 ou 3% ao ano – e aquela discussão só vale nesse patamar, não podendo ser transplantada ao nosso patamar de 10% ao ano. (O próprio Krugman disse isso em artigo da revista *The Economist*.) Segundo porque, em nosso caso, se tentássemos deixar a inflação subir “um pouquinho” para crescer mais um pouco, conseguiríamos apenas voltar à megainflação de antes do Real, sem qualquer benefício de longo prazo ao crescimento econômico. Não podemos voltar à concepção da “inflação benéfica” dos anos 60, aquela que viabilizaria o crescimento. A história da megainflação já provou que isso não existe. Pior ainda, com os anticorpos que criamos – a indexação, que está apenas adormecida –, qualquer tentativa de manipular o *trade-off* – inflação x crescimento –, através de uma hipotética

curva de Philips, é uma receita certa para a volta da megainflação.

R.B. – *Seu trabalho de doutorado é sobre o processo de formação das expectativas inflacionárias no Brasil. Como o senhor vê as previsões de inflação em torno de um dígito para o próximo ano?*

M.G. – Uma das coisas que minha tese mostrou é que as previsões do mercado são muito boas. Não há por que duvidar delas. Mas fico realmente assombrado com tais previsões. Quem diria, há dois anos, que tal coisa seria possível? É realmente um sucesso enorme o do Plano Real no combate inflacionário. Não se pode, contudo, dormir sobre os louros de vitória. Sem ajuste fiscal e sem as reformas, voltaremos à situação megainflacionária anterior.

R.B. – *O senhor acredita que o capital estrangeiro ainda está receoso de efetuar investimentos no setor produtivo, tendo em vista que, a despeito das várias declarações que as empresas têm dado junto à imprensa, o investimento verificado ainda é pouco expressivo?*

M.G. – Acho que o capital estrangeiro, no que tange aos investimentos diretos, está em compasso de espera. Como já conversamos, há muitas incertezas quanto à evolução da economia e, é claro, tudo está condicionado ao processo político de nossa juvenil democracia. Assim, os investidores querem guardar seu espaço, sem se jogar de cabeça. Como os juros são ainda altos e há liberdade de ir e vir para o capital, este espera maior definição aqui dentro. Acho que isso explica o aumento dos investimentos diretos registrados este ano. À medida que o Plano Real avançar e nossa economia de mercado se consolidar, não mais dependendo se é o partido A ou o partido B que vai ganhar as eleições, acho que veremos muito mais aplicações em capital fixo, oriundas de investimento internacional direto. Apenas um detalhe a mais. Nos últimos anos, o

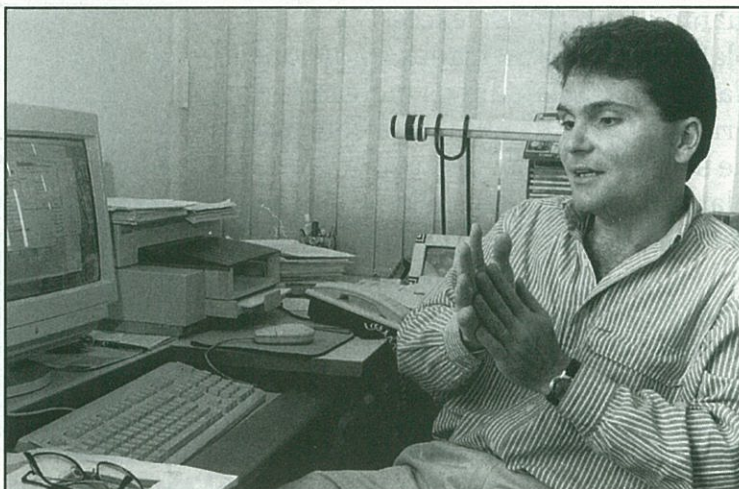
Brasil tem feito pagamentos líquidos às instituições internacionais – FMI, Banco Mundial, BID etc. As reformas reduzirão o déficit proveniente de despesas correntes, sobretudo de pessoal, aumentando assim a capacidade de investimento do setor público. Isso possibilitará a utilização de várias fontes de recursos multilaterais já comprometidos e que não são usados por falta das contrapartidas locais.

R.B. – *Existe uma discussão em torno de uma possível influência exercida pelo preço futuro sobre o preço spot. No artigo de sua autoria, intitulado O dólar futuro prevê o dólar futuro, divulgado em maio de 1995, o senhor explica o processo de formação de preço do dólar futuro e defende que, dadas as relações de arbitragem geradas a partir do diferencial de juros interno e externo e as expectativas dos agentes, as variações do dólar futuro são transmitidas ao dólar pronto e vice-versa. Como o senhor analisa a situação acima e como poderíamos esclarecer melhor a relação entre o preço futuro e o preço spot?*

M.G. – O título correto do artigo é *O dólar futuro prevê o dólar no futuro?*, que é um jogo de palavras para indagar em que medida o preço futuro do dólar, cotado diariamente na BM&F, é ou não um bom previsor do preço a vista (*spot*) na data do vencimento do contrato. A resposta teórica é que o dólar futuro só seria um previsor não viesado caso o dólar fosse um ativo não correlacionado com a medida de risco relevante. No contexto do modelo CAPM, por exemplo, tal condição seria satisfeita se o rendimento do dólar tivesse correlação nula com o rendimento do *portfolio* de mercado. Como a economia brasileira vive um plano de estabilização com âncora cambial, é óbvio que a condição acima não se aplica. Muito ao contrário, caso o dólar venha a apresentar grandes rendimentos em reais, isso será a derrota do plano – uma maxidesvalorização como a Mexicana em

1994, por exemplo. Assim, é provável que o dólar tenha uma correlação negativa com a medida de risco relevante. Situações em que o dólar rende muito são situações nas quais a economia brasileira vai mal. Dessa forma, o dólar funciona como um *hedge* e seu preço futuro tende a superestimar a verdadeira projeção do preço a vista para o vencimento do contrato. A relação de arbitragem que ocorre em qualquer mercado futuro é entre o preço futuro e o preço a vista do dia – o dólar pronto –, e não o preço esperado a vista para a data de vencimento do contrato futuro – o qual não se observa. A idéia é que, caso o futuro suba muito, ficará mais barato comprar a vista o ativo-objeto – o dólar pronto – e estocá-lo até a data do vencimento, vendendo-se o contrato futuro correspondente. Essa operação daria um lucro positivo sem risco, ou seja, seria uma oportunidade de arbitragem. Arbitradores perceberiam tal oportunidade e correriam para dela se aproveitar, reduzindo o preço futuro – que estaria em excesso de oferta – e/ou aumentando o preço a vista – que estaria em excesso de demanda. Esse processo manteria sempre certa relação entre o preço a vista do dia e o preço futuro, sendo a relação determinada pelas taxas de juro aqui e no Exterior. Mais detalhes podem ser encontrados no referido artigo.

R.B. – *Em seu trabalho Política monetária e formação das expectativas de inflação – quem acertou mais, o governo ou o mercado futuro?, o senhor conclui que os preços dos mercados futuros, enquanto agregadores de expectativas dos agentes econômicos, a despeito de apresentar um viés e de não ter função de previsibilidade, cumpriram melhor a função de previsores da inflação do que aqueles divulgados pelo governo na época (OTN fiscal e BTN fiscal).*



Se não houver melhoras palpáveis no front fiscal no médio prazo, os juros terão de voltar a crescer. Eu vejo os juros como a febre: se não se debela a infecção, que é o déficit público elevado e persistente, a febre fica alta.

Qual a importância dos mercados futuros como fonte de informação para os agentes econômicos e para o próprio governo?

M.G. – Os mercados de derivados financeiros – é assim que, corretamente, chamam em Portugal – constituem-se em fonte inestimável de informação para os fazedores de política econômica – *economic policy makers* – quanto às expectativas dos mercados. Naquele artigo, mostrei que, apesar do viés que expliquei na resposta anterior, o preço futuro da OTN/BTN foi melhor predictor que a OTN/BTN fiscal, usada pelo governo como indexador diário da economia megainflacionária. As expectativas agregadas pelos preços dos derivados, muitas vezes, vão de encontro aos desejos do governo, fazendo com que tais mercados sejam execrados pelas autoridades. Algumas, como a ministra Zélia Cardoso de Mello, chegaram a proibir sua negociação, para evitar que o recrudescimento inflacionário que o mercado esperava ficasse aparente nos preços futuros. É um caso típico de tentar baixar a febre quebrando-se o termômetro.

Quanto à indução de excessiva volatilidade nos mercados tradicionais, quando se implantam os mercados de derivados, não há evidência conclusiva que seja este o caso. Nem é claro que tal volatilidade seja sempre indesejável. Por exemplo, é certo que fica muito mais fácil especular contra uma moeda quando existem mercados de derivados cambiais. Pode-se, por exemplo, montar, com poucos recursos, uma grande posição vendida de contratos futuros da moeda cuja desvalorização se espera, forçando o banco central a desvalorizá-la. Sem os futuros, seria necessário, primeiro, ter a moeda em questão, para, então, vendê-la, forçando a desvalorização. Isso exigiria muito mais recursos e seria muito mais lento. Mas, se a situação cambial original era de fato insustentável, provavelmente a especulação seria benéfica.

R.B. – *Em sua opinião, o que falta para que a área de análise de risco tenha no Brasil a mesma importância que tem nos países desenvolvidos? Que custos são impostos ao mercado nacional, em consequência dessa falta de importância?*

M.G. – Acho que estamos prosseguindo bem no aprendizado das técnicas de mensuração e gerência dos diversos riscos atinentes à indústria financeira. Acredito que tanto as instituições financeiras quanto as autoridades reguladoras, notadamente o Banco Central, devem preparar seus quadros para absorver essa tecnologia, indispensável aos mercados financeiros modernos.

R.B. – *Como podemos precisar a importância da gestão de risco num processo de modernização e fortalecimento de uma instituição financeira?*

M.G. – A atividade financeira gira sempre em torno de duas dimensões: retorno esperado e risco. É indispensável que qualquer transação seja quantificada segundo essas duas dimensões, e não



A não resolução da intervenção no Banespa até hoje é, a meu entender, a principal ameaça ao Plano Real. Como pode um investidor estrangeiro confiar na estabilização se o governo pára no meio da principal ação saneadora, por receio de contrariar aliados políticos?

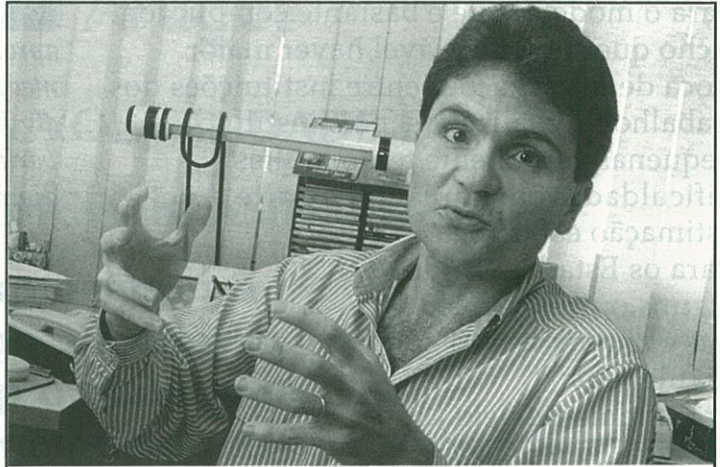
somente em termos do retorno esperado. Num mercado com poucos ativos, a quantificação do risco através somente do sentimento do tesoureiro torna-se possível. Hoje, com a diversificação existente e a complexidade dos mercados de derivados financeiros, o sentimento não pode mais atuar sem uma ferramenta quantitativa que o balize. Claro que nenhum número cuspidito pelo computador jamais substituirá o bom senso de um profissional competente. Não se trata disso. A questão é que mesmo o mais bem dotado banqueiro não consegue manter uma matriz de correlação 50 x 50 na cabeça, para avaliar o risco de uma transação financeira, sem ajuda de um sistema de quantificação de risco.

R.B. – *O desenvolvimento de risk management ainda é visto como uma novidade na maioria das instituições financeiras brasileiras, nas quais, durante muitos anos, prevaleceu o caráter intuitivo na formação das operações bancárias. A substituição de critérios implica mudança de cultura operacional ou é apenas um novo método de trabalho?*

M.G. – Pelo que tenho visto, a implantação de *risk management* obriga as instituições financeiras a gerar um conjunto novo de informações gerenciais, que propicia uma mudança muito positiva na cultura dessas instituições. Para que um sistema de *risk management* funcione é necessário que se possa avaliar todas as posições ativas e passivas das instituições, nos mais variados graus de agregação – *trader*, departamento, banco, *holding* etc. –, no tempo requerido pelo gerente ou agente que utiliza tal informação. Não são muitas as instituições preparadas para tal tarefa. Só isso já representa um grande ganho. Ademais, para que o sistema funcione, é preciso que haja uma “cultura de risco”, sem trocadilho. Ou seja, é preciso que os gerentes e agentes entendam o que *risk management* representa e passem a trabalhar com ele. Caso contrário, não passará de mais um inútil programa de computador, que gerará relatórios a serem triturados no final do dia.

R.B. – Tem havido vasta oferta de sistemas para gerenciamento de risco, principalmente nos dois últimos anos: VAR, RiskMetrics, Algorithmics, além dos sistemas de bolsas americanas, como SPAN e TIMS. O que há de diferente entre esses modelos? São realmente diferentes ou basicamente iguais?

M.G. – Como disse antes, acho que o fundamental para a implantação de um sistema de quantificação e gerência de risco é a criação da “cultura de risco” na instituição e a possibilidade de obter as informações gerenciais requeridas em tempo hábil. O grau de sofisticação do sistema em questão é relativamente secundário, diante da primeira tarefa. Alguns sistemas têm mecanismos de simulação estatística e modelos de apreamento de derivativos muito sofisticados. Mas, se as informações gerenciais não forem precisas e



As expectativas agregadas pelos preços dos derivativos, muitas vezes, vão de encontro aos desejos do governo, fazendo com que tais mercados sejam execrados pelas autoridades. É um caso típico de tentar baixar a febre quebrando-se o termômetro.

tempestivas ou se os gerentes e agentes não levarem na devida conta os relatórios de risco para a definição das estratégias operacionais e para a execução diária do *trading*, nem o melhor modelo adiantará para alguma coisa. Quanto aos modelos que foram citados, vamos a eles: VAR é uma denominação genérica dos modelos *value-at-risk* (valor em risco), ou seja, a tradução de VAR é VER. São modelos que buscam quantificar quanto é que se pode perder, no máximo, em determinado período de tempo, com dado *portfolio*. O RiskMetrics é uma metodologia de implantação do VAR, elaborada pelo J.P. Morgan, que vem sendo largamente utilizado. É gratuito, podendo ser todo obtido via Internet. A Algorithmics comercializa um sistema altamente sofisticado e caro, muito mais sofisticado matematicamente que a metodologia RiskMetrics. Há outros na mesma linha, como o SailFish, da Reuters, e o Devon, da Sungard. O problema de todos eles para o caso brasileiro reside na estimação estatística dos parâmetros de interesse

para o modelo, que é bastante complicada. Acho que seria desejável haver maior troca de informações entre instituições dos trabalhos já realizados, pois instituições pequenas certamente terão muitas dificuldades em implantar a parte de estimação estatística.

Para os Estados Unidos e alguns outros mercados tais estimativas são divulgadas

gratuitamente pelo J.P.

Morgan. Já o *Standard Portfolio Analysis of Risk-SPAN* e o *Theoretical Intermarket Margin*

System-TIMS são

reconhecidos

internacionalmente como

sistemas bastante seguros

de fixação de margens,

utilizados por importantes

bolsas de derivados dos

Estados Unidos e de

outros países. Ambos

utilizam metodologias

semelhantes – testes de

stress – e parecem fixar requisitos de

margem de forma satisfatória, para garantir

a segurança dos mercados e de suas

instituições de liquidação.

R.B. – Em recente artigo, publicado na *Resenha BM&F*, Peter L. Bernstein, consultor de investidores institucionais nos Estados Unidos, comentou que a proliferação dos sistemas de gerenciamento de risco seria capaz de criar novos riscos, mesmo ao controlar os velhos. O que o senhor pensa a respeito?

M.G. – Nem a instituição nem as autoridades reguladoras devem crer que a simples existência de uma ferramenta de mensuração de risco possa substituir a avaliação dos riscos de diferentes estratégias seguidas. A utilidade da ferramenta está, justamente, em mostrar os riscos potenciais antes que aconteçam.

É preciso que os gerentes e agentes entendam o que *risk management* representa e passem a trabalhar com ele. Caso contrário, não passará de mais um inútil programa de computador, que gerará relatórios a serem triturados no final do dia.

R.B. – Modelos matemáticos, por definição, são aproximações da realidade. A precisão de uma medida para o risco depende da validação de algumas suposições: a relativa estabilidade das variâncias e correlações dos ativos e uma distribuição normal de retornos. Considerando o

comportamento dos ativos no Brasil, do ponto de vista técnico, seria possível chegar a um processo de gerenciamento de risco confiável?

M.G. – Sem dúvida, nossas volatilidades são maiores e mais voláteis que as internacionais. Não obstante, é possível obter estimativas confiáveis. Além disso, os testes de *stress* podem ser feitos para testar cenários extremos distintos.

R.B. – Como o senhor analisaria a relação mercado financeiro–universidade no Brasil, comparativamente

àquela existente em outros países, como Estados Unidos?

M.G. – Temos ainda uma relação muito aquém da desejável por ambos os lados, embora esteja melhorando. As pesquisas realizadas e os cursos oferecidos pelas universidades boas de nosso País poderiam ser muito mais utilizados pelas instituições financeiras. Estas, acredito, deveriam investir mais em seu capital humano, pois a tendência é de sofisticação do mercado. Acho muito boas as iniciativas de algumas instituições de financiar cursos de doutorado no Exterior, como o Projeto Estudar. O oferecimento de bolsas para alunos, que serão os futuros *market players*, bem como o financiamento à pesquisa nas áreas de Finanças e Economia, deveria ser mais incentivado por parte dos integrantes do mercado financeiro. ■