

15/05/2015 - 05:00

FMI diz que o Brasil está protegido de turbulências

Por José Roberto Campos

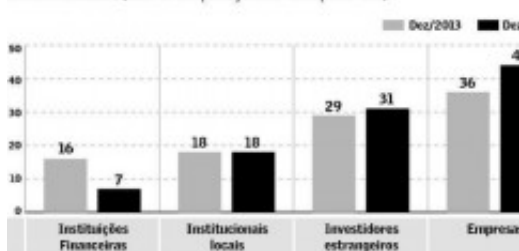
O Brasil tem hoje maior resistência para enfrentar turbulências externas, mesmo depois de ampliar significativamente seu endividamento em dólar no ano passado, porque a maior parte dos débitos de curto prazo estão protegidos por operações de hedge. Essa é uma vantagem indiscutível, que traz, porém, uma desvantagem, segundo o Fundo Monetário Internacional - o real não se desvalorizou quanto deveria pelos fundamentos da economia brasileira, pelo menos até dezembro de 2014. A extensão a partir de junho de 2014 do programa de swaps cambiais, lançado pelo Banco Central em agosto de 2013, tem parte de responsabilidade nisso. Para o FMI, considerando-se as relações entre a inflação doméstica e a de seus parceiros, o real precisa ainda se depreciar de 5% a 15%.

Um dos motivos pelos quais o FMI é pelo desmonte gradual dos swaps cambiais, condicionado à situação dos mercados, é a de que ele já foi longe demais, isto é, mais que as intervenções do mesmo gênero realizadas no passado. Com estoque de US\$ 110 bilhões, os swaps cobrem mais de 100% das dívidas de curto prazo em dólar, 60% da posição em dívida doméstica dos investidores estrangeiros e 35% da dívida externa das empresas não financeiras brasileiras. Ou ainda 20% de toda a dívida externa brasileira.

As empresas são as maiores interessadas nos derivativos cambiais, com US\$ 48 bilhões em swaps no fim de 2014, ou 44% do estoque remanescente. Os investidores estrangeiros têm posição de US\$ 34 bilhões.

A fatia de cada um no hedge cambial

Clientes finais (em % da posição de swap do BC)



Fonte: FMI/BC

O FMI avalia que o programa de swaps foi muito bem sucedido em seu objetivo de reduzir a extrema volatilidade causada por turbulências externas. O programa surgiu depois que os mercados de moedas sofreram oscilações violentas, após o então presidente do Fed americano, Ben Bernanke, em 22 de maio, ter sugerido que estava na hora de interromper o programa de afrouxamento monetário. O anúncio do início da oferta de swaps cambiais reduziu a volatilidade do real em relação ao dólar em 13% a 15%, na comparação com outras moedas que flutuaram ao sabor da instabilidade que se sucedeu. Os economistas do Fundo notam, porém, que a redução da volatilidade foi coadjuvada por outros instrumentos que tiveram o mesmo efeito, como o fim do IOF nas operações com derivativos e o aumento da taxa de juros.

De qualquer forma, a meta explícita do BC foi atingida. A prorrogação do programa a partir de junho do ano passado, porém, foi considerada desnecessária. A volatilidade cambial já era baixa e a continuidade das intervenções criou dúvidas nos mercados sobre as verdadeiras intenções do BC. Os estudos do FMI que acompanham o documento da consulta formal anual do FMI e do governo brasileiro não mencionam o motivo da dúvida, mas uma boa hipótese é a de que a autoridade monetária poderia estar tentada, como no passado, a deter a inflação contendo a desvalorização cambial.

Esse foi um viés detectado pelo FMI nos resultados das operações com os swaps. As intervenções preanunciadas fortaleceram o real em relação a outras moedas logo em seguida. Em 22 de agosto, quando iniciou a oferta de swaps, a moeda brasileira apreciou 3,5% em 24 horas. Na prorrogação do programa em 6 de dezembro de 2013, houve nova valorização de 1,4%, e de mais 1% em junho de 2014. Na linguagem do FMI, os swaps "podem ter retardado a convergência da taxa de câmbio" para o nível que deveria ter de acordo com os fundamentos da economia.

Até quanto o BC poderia se comprometer com a oferta de swaps sem entrar em uma zona de perigo? A resposta teórica é a de que as reservas internacionais são o "lastro" natural que olham os investidores para suas posições em swaps, mesmo que sejam liquidadas em reais, ou seja, quando é baixo o risco de convertibilidade. Além disso, o Brasil é um credor líquido ainda, o que lhe dá margem de conforto. Pela mensuração do Fundo sobre o nível de reservas adequadas, estoques de swaps na casa dos US\$ 180 bilhões já colocariam as reservas brasileiras abaixo dessa classificação. O estoque consolidado de swaps em mercado está 37% abaixo dessa marca, em US\$ 112,78 bilhões.