

O Papel da Crise

Gustavo H. B. Franco

Até pouco tempo atrás, prevalecia no Banco Central (BC) a percepção que a LFT (Letra Financeira do Tesouro), e sua irmã gêmea, a LBC (Letra do Banco Central), eram “os papéis da crise”. Ou seja, eram os únicos instrumentos que o mercado comprava em tempos difíceis. Entender as razões deste estado de coisas ajuda a compreender o tumulto que está ocorrendo nos mercados financeiros brasileiros.

Houve uma época, já remota, quando o mercado tinha tanto medo da dívida pública, e em particular de mudanças nos juros, que só aceitava papéis públicos por um dia, rendendo a taxa do “overnight”. Mas como era muito trabalhoso vender toda a dívida pública de tarde para recomprar na manhã seguinte, inventou-se um instrumento financeiro que tinha uma remuneração igual à “taxa do over”, hoje conhecida como a taxa SELIC, esta que o COPOM fixa e que vale para operações de um dia lastreadas em papéis do Tesouro ou do BC. Esse instrumento era a LFT.

Com esses novos papéis as pessoas podiam garantir uma remuneração igual a do “over” sem precisar ficar comprando e vendendo papéis todos os dias. A vida ficava mais fácil, mas tratava-se de institucionalizar uma distorção, ou seja, fazer menos acidentada a convivência com a hiperinflação. Os possuidores desses papéis se tornavam imunes a variações nas taxas de juros, ou seja, insensíveis à política monetária, que se tornava, então, totalmente passiva.

A literatura especializada designa a sensibilidade do preço de um título à taxa de juros como “duração”. O conceito é simples: em condições normais, quanto mais “longo” é um título que rende uma taxa de retorno fixa, mais se perde, ou se ganha, quando muda a taxa de juros da economia. A “duração” é um conceito mais sofisticado do que a “maturidade”, ou o “prazo”, de um papel, mas quer dizer mais ou menos a mesma coisa. A mágica das LFTs é que elas podem ter uma maturidade de até alguns anos, mas sua “duração” é zero.

Até a posição de dezembro de 2000 encontrava-se com facilidade as medidas do prazo médio e da “duração” da dívida pública. Aparentemente as estatísticas para a “duração” deixaram de ser publicadas, ou estou falhando em achar. Naquela data, o prazo médio era de 15,8 meses e a “duração” 6,3 meses, e a diferença se explica por que 52% da dívida era de “duração zero”. Este panorama deve ter mudado pouco desde então.

Bem mas o que isso tem a ver com o que está se passando no mercado de câmbio ?

Para entender é preciso recordar que as LFTs sempre foram tidas como os “papéis da crise”. Era grande a percentagem da dívida pública neste

formato em fins de 1998, pois tínhamos crise da Rússia, mudança de governo e dúvidas sobre a continuidade das políticas em vigor. Mas mesmo depois da maxi, da flutuação, das metas de inflação e de serenados os ânimos, curiosamente, o BC, contrariamente a tudo que se fez no passado, se acomodou com algo entre 50% e 60% da dívida pública em papéis de “duração zero”. Outra providência, a meu juízo discutível, no tocante à dívida pública foi a intenção declarada de reduzir a percentagem da dívida pública em papéis cambiais.

Essas opções no tocante à administração da dívida pública explicam o que estamos passando.

A acomodação em LFTs é sintomática. Uma interessante consequência da adoção de taxas de câmbio flexíveis talvez seja a de que “o papel da crise” não é mais a LFT, pois os riscos com juros parecem pequenos diante dos riscos de flutuações cambiais. O “papel da crise” em nossos dias parece ser o papel cambial, cujo estoque em mercado talvez devesse ser consideravelmente aumentado, em vista do regime de flutuação, ao invés de ser diminuído.

A razão não é difícil de vislumbrar e já foi discutida neste espaço há duas semanas: o “passivo” em dólares do setor privado, incluindo empréstimos e o estoque de investimentos diretos estrangeiros, chega próximo de uns US\$ 350 bilhões ou mais. Com o Real flutuando todo esse povo fica nervoso e busca “hedge”, exatamente como no passado, quando o mercado ficava nervoso e “encurtava” os prazos da dívida pública, refugiando-se no “overnight”.

Houve quem dissesse a tolice de que o próprio mercado devia “dar hedge” a quem estivesse procurando. Isto seria uma proposição a ser levada a sério se neste país tivéssemos pessoas e empresas com ativos em dólares mais ou menos do mesmo tamanho que os passivos. Os credores venderiam “hedge” para os devedores, o BC não precisaria fazer nada e todos seriam felizes. Infelizmente, contudo, só temos a ponta devedora. Se os devedores ficam nervosos e resolvem buscar “hedge” para, digamos, 1% de seus passivos, isto significa uma demanda adicional por instrumentos cambiais da ordem de um mês de importações. É muito dinheiro! Fica claro que o dólar não está sendo pressionado pelos “fundamentos” do setor externo, nem nada disso. O problema não é a balança comercial nem os fluxos de investimento direto, mas o medo, o medo que move o desejo por “hedge”.

Antigamente esses medos eram atenuados com LFTs. Hoje, por que vivemos sob flutuação cambial, esta função cabe aos papéis cambiais. Certo seria, na minha modesta percepção, que o BC elevasse a percentagem da dívida pública indexada em instrumentos cambiais, idealmente em detrimento de LFTs, o que em nada macularia o regime de flutuação. Ideal mesmo seria que isto tivesse sido feito há meses atrás, pois isto teria evitado o “corner” onde se encontra o BC.

O BC até pode mudar de ideia e inundar o mercado com papéis cambiais, mas agora o mercado quer taxa, pois sabe que esta nova postura faria murchar o dólar e emagrecer os títulos cambiais. Talvez saia mais barato

pagar, que deixar a onda especulativa prosseguir, provocando, talvez, novas rodadas de elevação de juros. Há quem pense que esta bolha pode furar sozinha. Pode ser. Mas ideal era apressar o desfecho.