

Que
significa
realmente?

O Mercado de Divisas a Termo

Ao abordarem temas econômicos, até mesmo publicações não especializadas empregam muitos termos que até há pouco eram utilizados unicamente pelos economistas e outros profissionais interessados na matéria. Esta série de artigos tem por objetivo explicar a linguagem abreviada dos economistas.

Sanjaya Lall

O QUE SE negocia nos mercados de divisas a termo são compromissos de compra e venda de moedas, para entrega e pagamento em determinado tempo posterior. Ainda que diretamente relacionados com os mercados de divisas ordinários, que se ocupam de transações correntes ou à vista ("spot"), podem ser considerados como mercados à parte, pois têm seus próprios preços e métodos para fixá-los, os quais diferem dos que se empregam nos mercados de divisas à vista. Para simplificar, imaginemos que existam apenas duas moedas, A e B, as quais possuem uma taxa "fixa" de câmbio, que não variará senão mediante acôrdo do govêrno do país correspondente. A taxa de câmbio à vista da moeda A mede o número de unidades da moeda B que uma moeda A pode comprar imediatamente (de fato, dentro de um prazo de dois dias, segundo a prática da maioria dos mercados). A taxa de câmbio a termo da moeda A mede o número de unidades da B que uma unidade da A pode comprar em determinado



Sanjaya Lall, proveniente da Índia, foi para o Banco Mundial com o quarto grupo do Programa de Seleção de Jovens Profissionais, em 1965. Como funcionário permanente do Banco, trabalha no Departamento de Economia. Graduou-se nas Universidades de Patna e de Oxford.

momento, no futuro, conforme o compromisso contraído no presente. Embora, realmente, se possa estipular diversos prazos de vencimento para os contratos de divisas a termo, desde que sejam de pelo menos três dias, suponhamos que o único prazo que se utilize seja de três meses. Na taxa de câmbio a termo diz-se que a moeda A desfruta de prêmio em relação à taxa de câmbio à vista, quando, através dele, pode-se comprar mais moeda B do que através da taxa à vista, e o prêmio se expressa como a diferença entre as duas taxas em forma de uma percentagem anual da taxa à vista; ao contrário, diz-se que está em desconto, quando através dela adquire-se menor quantidade de unidades da moeda B, expressando-se o desconto da mesma forma.

Por que tal mercado para compras e vendas deve existir no futuro? Sua existência se deve ao fato de que, como as transações relativas a exportações e importações envolvem usualmente períodos de espera para a efetuação de pagamentos e de cobranças, nem sempre se sabe com absoluta certeza que preço se estará recebendo ou pagando futuramente por uma moeda estrangeira. Uma pequena variação na taxa de câmbio à vista pode acarretar para os cambistas ganhos ou perdas alheios ao fluxo normal dos negócios. O câmbio encerra, portanto, um risco para aqueles que conservem uma moeda estrangeira ou outro ativo sobre moeda estrangeira, de vez que não tem o amparo oferecido por uma venda ou compra imediata da moeda nacional, ou uma operação a termo que contrabalance o risco. Qualquer um que se encontre nesta situação diz-se estar em uma posição líquida; e, como não se encontra protegido “a termo”, diz-se que mantém uma posição “a descoberto”. Portanto, qualquer cambista que deseje evitar um risco cambial terá de se dedicar exclusivamente a transações correntes em que não haja posições a descoberto em moedas estrangeiras, ou proteger-se inteiramente no mercado a termo. Dado que a maioria dos cambistas e os investidores a curto prazo operam de fato em transações que necessariamente compreenderão pagamentos ou transferências futuras, devem eles firmar contratos a termo, a menos que optem deliberadamente por assumir o risco de um contrato a descoberto. Por exemplo, um exportador que espera receber dentro de alguns meses um pagamento em moeda estrangeira, pode vender hoje essa moeda a termo; ou um investidor que adquire hoje moeda estrangeira com a finalidade de

investí-la em bônus de um país estrangeiro pode vender a termo o rendimento de sua inversão, até que chegue o momento em que tenha projetado repatriar os fundos, e assim sucessivamente; de sorte que a demanda e a oferta de diversas moedas no mercado a termo estabelecem para as moedas de entrega futura um preço relacionado — mas não completamente determinado pelo mercado à vista. O mercado a termo não deve ser conceituado como mero auxiliar do mercado à vista; constitui uma parte importante de todo o mercado cambial e se ocupa do grosso do comércio internacional corrente.

Distinguem-se nos mercados de câmbio a termo três espécies de operações realizadas pelo setor privado: para arbitragem de juros, especulação e fins comerciais. Para que sejam entendidas plenamente, faz-se necessário saber alguma coisa sobre aquêles que atuam nessas operações. Sòmente “corretores autorizados” podem intervir no processo, sendo êstes geralmente instituições — o mais comum é que sejam bancos — que dispõem de grandes recursos financeiros. Os clientes por cujas contas se efetuam as operações são emprêsas, grandes ou pequenas, ou particulares. Quando os corretores autorizados operam por conta própria, pode ocorrer que estejam atuando como “especuladores”; tal especulação é sistemática e sumamente complexa, e conta com a base de um grande acêrvo de conhecimentos e experiência. Pode acontecer ainda que haja particulares especulando (por meio de corretores autorizados) como se estivessem jogando em uma rolêta financeira, mas isto não constitui característica entre os especuladores, sejam ou não instituições. Seus critérios bem fundados

e julgamento acurado podem fazer com que o mercado se desenvolva de forma tal que influa no ânimo das autoridades financeiras.

Arbitragem de Juros

A arbitragem de juros consiste na substituição, por parte de um investidor, de um capital que renda juros baixos, em um país, por outro capital que renda juros maiores em país distinto. Constitui ela parte do processo normal de maximização dos rendimentos das inversões. Um investidor que deseje comprar haveres nos mercados monetários estrangeiros tem primeiramente de adquirir a moeda estrangeira necessária, e depois, no momento em que quiser repatriar os fundos ao término do vencimento de sua inversão, terá de vender tôda a moeda estrangeira. Todo aquêle que investe no exterior se expõe a um risco cambial enquanto conservar uma posição a descoberto na moeda estrangeira. Para livrar-se dêsse risco, pode vender a moeda estrangeira no mercado a termo, no mesmo momento em que a adquire no mercado à vista, realizando assim o que se denomina de operação de permuta (“swap”). Desta forma, pode beneficiar-se de juros mais elevados no país estrangeiro, sem correr o risco de uma variação nas taxas de câmbio. Tais transações, pode-se descrever como “pura arbitragem”.

A diferença entre as respectivas taxas de câmbio a termo de duas moedas tende a refletir a diferença entre as taxas de juros entre seus países. Sendo assim, cabe perguntar em que casos ocorre a “pura arbitragem”. Evidentemente, se a taxa de câmbio a termo é igual à de câmbio à vista, *qualquer* diferença nas taxas de juros entre dois países faria render

um ganho. Por conseguinte, se o rendimento que um investidor teria de perceber por uma inversão de três meses no país B fôsse 5 por cento maior que o rendimento no país A, e se a taxa de câmbio a termo por três meses fôsse igual à taxa de câmbio à vista, nesse caso o lucro decorrente da arbitragem seria de 5 por cento (menos o custo da operação). Se a taxa de câmbio a termo para a moeda A estivesse em desconto em relação à taxa de câmbio à vista, isso determinaria que o lucro do investidor do país A seria mais de 5 por cento. Se a taxa de câmbio a termo estivesse exatamente 5 por cento de prêmio em relação ao câmbio à vista, não se obteria qualquer ganho com a arbitragem, já que a vantagem em perceber juros mais elevados ficaria anulada pelo aumento do custo da moeda nacional, resultante da taxa de câmbio mais alto do mercado a termo. Em caso oposto, se a taxa de câmbio a termo fôsse menor que a taxa de câmbio à vista, os ganhos provenientes da arbitragem seriam maiores que os gerados pela diferença das taxas de juros.

Em termos mais gerais, se a diferença nos ganhos possíveis de serem obtidos entre dois países em razão de juros fôr igual ou diametralmente contrária à diferença entre as taxas de câmbio a termo e à vista de suas respectivas moedas, então não existirá ganho algum na arbitragem de juros cobertos, em uma ou outra direção. Isto pode ser denominado de "situação de neutralidade". Se a taxa de câmbio a termo possui um valor distinto na situação de neutralidade, supondo-se que as taxas de juros permaneçam sem variar, a pura arbitragem resultará lucrativa, já que o ganho

originado da diferença entre as taxas de juros não ficaria inteiramente contrabalançado pelo custo da cobertura a termo. Dado à diferença entre as taxas de juros, a arbitragem tenderá a afetar as taxas a termo até que se chegue à situação de neutralidade.

O fato de que a arbitragem de fundos totalmente coberta é determinada não apenas pelas taxas de juros, mas também pela situação do mercado a termo, tem importância para a política econômica. As autoridades de um país geralmente preferem que suas taxas de juros sejam determinadas em atenção a considerações econômicas a longo prazo, mostrando-se renitentes em modificá-las para satisfazer às necessidades dos fluxos monetários internacionais a curto prazo. O mercado a termo proporciona um meio conveniente para influir sobre os fundos de arbitragem coberta, ao mesmo tempo que mantém uma política monetária interna independente. Entretanto, a utilização do mercado a termo como instrumento de política não se encontra isenta de dificuldades, conforme se verá mais adiante.

Especulação

É importante distinguir claramente a diferença que existe entre arbitragem e especulação. Enquanto que a arbitragem permite a alguém eximir-se do risco cambial, a especulação significa assumir conscientemente tal risco, na esperança de obter um lucro de capital. Quando o especulador opera no mercado a termo, forma uma idéia definida acerca dos acontecimentos que poderiam ocorrer nos mercados de câmbio e adota deliberadamente uma posição a descoberto quanto a alguma moeda, a fim de obter ganhos no caso de

se produzir uma variação nas taxas de câmbio. Por exemplo, se o especulador considera que a moeda A será brevemente desvalorizada, procurará empregá-la para comprar e reter a moeda B, a fim de que, após a desvalorização, possa convertê-la de novo em moeda A e obter mais do que inicialmente pagou por ela. Apresenta-se-lhe também a alternativa de operar no mercado a termo e lograr resultados praticamente iguais; pode vender a termo a moeda A (comprar a moeda B) à taxa de câmbio vigente no mercado a termo. Suponhamos que essa taxa seja igual a taxa à vista. Transcorridos três meses, vence o contrato por êle firmado e obtém a moeda B por uma taxa igual à taxa à vista anterior. Enquanto isso, a moeda A foi desvalorizada em termos da moeda B, podendo então o especulador vender à razão da nova taxa à vista as unidades da moeda B que contratou e, assim, adquirir uma maior quantidade da moeda A que a originalmente paga. Assim, pois, obtêm-se os ganhos especulativos operando-se simultaneamente nos mercados à vista e a termo no momento em que vence o contrato a termo, em virtude da diferença entre as duas taxas. Se o país do especulador é o A, passam ao poder do especulador moedas pertencentes ao governo desse país; se seu país é o B, o governo do país A perde em reservas uma soma igual à dos ganhos do especulador.

O especulador, — que tem de ser um corretor autorizado do mercado cambial (um banco ou uma instituição análoga) — pode operar no mercado a termo ainda sem possuir fundos imediatamente disponíveis, já que pode celebrar contratos apenas com a garantia de sua firma ou de capitais fixos, de vez que conta com o que haverá de conseguir em

recursos dentro dos três meses subseqüentes, mediante a liquidação de alguns de seus ativos ou tomando-os em empréstimo por apenas um dia, no momento em que se concretize sua expectativa de obter um ganho. Em realidade, poderia até deixar de contrair empréstimo no dia do vencimento do contrato, limitando-se simplesmente a perceber seus ganhos ou pagar suas perdas; o empréstimo e o reembolso do capital são implícitos. Se deseja continuar especulando, pode celebrar contratos a termo por mais três meses. Tal transação pode ser qualificada de “pura especulação”, em contraste com a especulação apoiada em fundos disponíveis. O importante na “pura especulação” é que esta cria pressões no mercado a termo capazes de influir sobre os fluxos de fundos de arbitragem, repercutindo indiretamente em suas reservas. Voltando ao exemplo da desvalorização da moeda do país A, temos que as pressões especulativas para vender a termo essa moeda não farão diminuir seu preço a termo, e se antes existia a situação de neutralidade (quer dizer, não havia arbitragem de fundos cobertos nem numa nem em outra direção) e as taxas de juros não se elevaram, haverá agora um estímulo para a arbitragem coberta do país A ao país B. Isto fará diminuir as reservas em divisas em poder do país A (supondo que exista um *deficit* de base na balança de pagamentos), criando a impressão de que a crise está piorando. Tais pressões especulativas podem acentuar a perda de confiança na moeda a ponto de fazer, num caso extremo, com que as autoridades se vejam obrigadas a uma desvalorização. Portanto, a pura especulação pode surtir efeitos mais intensos e ostensivos que o efeito que eventualmente surte sobre as reservas, constituindo-se,

por isso, um perigo potencial em qualquer situação de dúvida quanto ao valor futuro de uma moeda.

Se a hipótese sobre a qual se baseia a especulação for errônea, está claro que em si mesma encontrará a punição. Por exemplo, se um grande número de especuladores compra a têrmo a moeda B e vende a têrmo a moeda A, na crença de que esta última se encontra a ponto de ser desvalorizada, mas de fato a desvaloriza o não ocorre, ver-se- o os especuladores de posse da moeda B, que compraram a uma taxa muito cara, e que terão de converter   razão de uma taxa   vista, que não variou, e que lhes resulta proporcionalmente desvantajosa. O temor de que isto suceda pode dissuadir as especula es depois que a taxa a têrmo da moeda A decresca (e o da moeda B se eleve) a um nível abaixo do qual a perda potencial   maior que o ganho esperado como consequência da desvaloriza o. Ante uma situa o desta natureza, a marcha dos acontecimentos depende em muito das medidas que se espera sejam adotadas pelas autoridades monetárias. Uma atitude firme por parte das autoridades do país A em rela o   estabilidade da moeda poderia muito bem sufocar a especula o e causar perdas consideráveis aos especuladores.

O efeito desestabilizador da especula o s mente se faz sentir em momentos de crise de confiança no valor externo de uma moeda. Em épocas normais, o efeito da especula o   o oposto. Faz com que o tipo a têrmo não flutue indevidamente, por criar um forte nexos entre os mercados   vista e a têrmo, contribuindo assim para a unidade e continuidade do mercado cambial considerado em conjunto.

O Câmbio Comercial a T rmo

Os cambistas, qualquer que seja a índole de suas opera es, podem ser classificados em uma das três seguintes categorias: (1) aqueles que jamais empregam cobertura no mercado a têrmo; (2) aqueles que sempre empregam cobertura no mercado a têrmo, e (3) aqueles que umas vêzes empregam cobertura, outras vêzes não. Os pertencentes às duas primeiras categorias não são afetados nem pelo custo cambial a têrmo nem pelas previsões de varia o nas taxas de câmbio, não interessando, portanto, suas opera es   nossa análise. A terceira categoria dos cambistas pode ser subdividida em cambistas arbitraristas e cambistas especuladores.

Cambistas arbitraristas são aqueles que às vêzes empregam cobertura no que toca   moeda de um país e outras vêzes   de outro, a fim de reduzir ao mínimo o custo da cobertura a têrmo; atendem aos mesmos fatores que afetam o cambista em pura arbitragem. Cambistas especuladores são aqueles que possuem idéias definidas quanto ao futuro da taxa   vista e que algumas vêzes realizam suas transa es nesse tipo de mercado e outras vêzes no mercado a têrmo, de forma tal que se lhes ofereçam situa es a descoberto em uma moeda de cuja desvaloriza o se beneficiarão. Seu comportamento   análogo ao dos puros especuladores, existindo porém uma diferença importante:   que os puros especuladores não contam com fundos imediatamente disponíveis, enquanto os especuladores comerciais sim. Por exemplo, os importadores do país A, que têm de fazer pagamentos ao país B no futuro, têm o direito e os meios de efetuar uma conversão   moeda B por meio do mer-

cado à vista, se assim o desejarem; a única situação de êles permanecerem no mercado a termo se daria no caso de a taxa de câmbio a termo não declinar, mas, manter-se em valor elevado. Se a taxa de câmbio a termo decresce agudamente, será mais vantajoso para um especulador que conta com fundos de imediata disponibilidade adquirir unidades da moeda B à vista e conservá-las até que a desvalorização se produza. Isto é de um alcance importante para a política.

Política dos Mercados a Termo

Tem-se debatido nos últimos anos sobre a conveniência de os governos intervirem nos mercados de câmbio a termo. A tese favorável à intervenção parte de dois fundamentos distintos. O mais conhecido é o do apoio que se deveria dar à taxa a termo nos momentos de crise, a fim de evitar o êxodo dos fundos de arbitramento, protegendo dêsse modo as reservas. O outro é o da elevação da taxa de câmbio a termo em épocas normais a fim de aumentar as reservas. O último tem sido até agora uma sugestão teórica, tendo-se-lhe prestado relativamente pouca atenção.

Apoio em Caso de Crise

Vimos como uma crise de confiança em uma moeda (prossigamos com o exemplo da moeda A) provoca operações especulativas no mercado a termo, causando perdas de reservas em razão do êxodo de fundos de arbitramento. Enquanto os especuladores persistirem em manter em nível baixo a taxa de câmbio a termo da moeda A, mediante a venda desta e a compra a termo da moeda B, as reservas do país A sofrerão perdas que agravarão a

crise inicial. A perda de reservas intensificará a especulação das instituições que tenham saldos na moeda A, as quais os venderão no mercado à vista, agravando ainda mais a posição das reservas dessa moeda. Se tais circunstâncias se prolongam em demasia e outras medidas preventivas não conseguem restaurar a confiança, poderão as autoridades verem-se obrigadas a uma desvalorização, enquanto que em caso contrário a crise poderia ser suportada sem que se chegasse à desvalorização. Não obstante, se as reservas fôsem suficientemente vultosas para suportar o êxodo temporário de fundos, poderia ser melhor abster-se da intervenção e deixar que a taxa de câmbio a termo diminuísse até se tornar inferior à taxa à vista, punindo-se dessa forma os puros especuladores; logo depois, à medida que a situação da balança de pagamentos melhorasse e a especulação declinasse, permitir que o câmbio a termo se elevasse e os fundos de arbitramento retornassem. O fato de a intervenção ser ou não conveniente depende em parte das reservas serem ou não suficientes e de que a crise seja bastante breve para permitir que os acontecimentos sigam seu curso natural, castigando ao mesmo tempo a especulação nociva. Obviamente, o fato de se intervir ou deixar de intervir no mercado a termo depende também dos efeitos positivos ou negativos da confiança na aptidão das autoridades em manter a paridade da moeda.

A distinção entre puros especuladores e especuladores comerciais se torna importante dado que os primeiros não podem afetar diretamente as reservas antes do vencimento de seus respectivos contratos, enquanto que os últimos podem fazê-lo se abandonarem o mer-

cado a t ermo pelo mercado   vista. Se o número de especuladores com fundos disponíveis   em dado momento suficientemente grande para causar um efeito realmente prejudicial sôbre as reservas,   de todo importante impedir que se efetue uma conversão em grande escala   moeda B no mercado   vista, o que ocorre quando a taxa a t ermo da moeda B declina agudamente. Por  ste motivo, pode acontecer que seja conveniente, durante uma crise, que se preste apoio   taxa a t ermo de A, que corresponda a seu valor em situa o de neutralidade, já que isto, ao refrear a saída de fundos de arbitramento e impedir que os especuladores comerciais realizem conversões em massa, contribuir  para restabelecer a confiança. Naturalmente, o apoio   taxa de câmbio a t ermo poderá encorajar a especula o ao suprimir a penalidade resultante da baixa da taxa de câmbio a t ermo a um nível inferior ao do   vista; mas se se espera que a crise seja de curta dura o e considera-se que a desvaloriza o não seria de modo algum conveniente, as conseq ncias do apoio representariam um preço que valeria a pena pagar. Embora seja difícil conhecer a identidade dos cambistas no mercado de divisas a t ermo porque os contratos mudam freqüentemente de mão, podem as autoridades conjecturar com bastante segurança a quantidade de dinheiro efetivo empregado para respaldar a especula o. A eficácia da interven o depende bastante de sua oportunidade e da forma pela qual se processe.   difícil prever o rumo a ser tomado pela especula o — em determinado momento a interven o absoluta poderia restabelecer a confiança e, em outro, destrui-la por com-

pleto; o anúncio da interven o ou sua manuten o em sigilo poderiam também surtir efeitos contraproducentes.

Aumento das reservas

Muito antes de o mercado a t ermo alcançar notoriedade por suas explosões especulativas, Keynes sugeriu a interven o oficial com o objetivo de elevar a taxa de câmbio a t ermo e fomentar o arbitramento num país em épocas normais, a fim de tornar independentes as taxas de juros internas da influência do comércio exterior e da situa o das reservas. Considerava-se que a taxa de câmbio a t ermo deveria lograr dois soberbos resultados: uma política monetária interna independente e o contr le de movimento do capital externo.

Não obstante, o emprêgo da taxa de câmbio a t ermo para alcançar êsses fins acha-se sujeito a limita es. Em primeiro lugar, não   possível elevar as taxas de câmbio a t ermo mediante a interven o no mercado durante um largo período. A divulga o da existência de grandes compromissos públicos poderia originar o temor de que as autoridades se encontrassem impossibilitadas de atender a todos os seus compromissos, podendo provocar uma crise e desencadear uma especula o prejudicial. Em segundo lugar, a oferta de fundos a curto prazo para o arbitramento internacional   limitada, e depois de certo tempo poderia deixar de responder a novos aumentos dos pr mios sôbre as taxas a t ermo. As autoridades teriam então de pagar pr mios cada vez maiores para assim atrair, até os canais do arbitramento, fundos que normalmente são investidos em outras opera es. Depois de

algum tempo, os custos poderiam ser maiores que as vantagens. Em terceiro lugar, os custos da taxa de câmbio a têrmo fazem parte dos custos normais de exportação e importação para aquêles que sempre cobrem totalmente suas transações. Um aumento na taxa de câmbio a têrmo faz com que a cobertura seja mais onerosa para os exportadores nacionais, diminuindo, portanto, o preço de suas mercadorias no exterior, enquanto que barateia a cobertura para os importadores, diminuindo o preço das importações no país. O efeito é o contrário de uma desvalorização da moeda nacional, dando lugar a um aumento nas importações e a uma diminuição nas exportações, o que seguramente é um resultado que a maioria dos países não deseja.

Tudo isto significa que uma política ativa quanto à taxa de câmbio a têrmo, com o fim de aumentar as reservas, deveria ser deliberadamente empregada apenas como uma política restrita a curto prazo, a qual funcionaria bem, sempre que o grau de intervenção fôsse pequeno e a confiança na moeda fôsse grande. Em caso contrário, o método keynesiano poderia mostrar-se largamente prejudicial. De qualquer modo, tal proposta não foi ensaiada como uma política a longo prazo, e a inter-

venção das autoridades se concretizou no combate à especulação.

É um fato já sabido que foi levada a efeito por diversos governos com certo êxito a intervenção oficial nos mercados de câmbio a têrmo como, por exemplo, o fizeram o Banco da Inglaterra em 1965 e 1966, o Govêrno canadense em 1962, e as autoridades norte-americanas a partir de 1961. Tal intervenção nos mercados de câmbio a têrmo não deve ser confundida com as operações oficiais de câmbio a têrmo entre bancos centrais distintos, as quais fazem parte das transações "swap". Geralmente, essas transações são realizadas fora dos mercados (talvez mesmo através de taxas diferentes de câmbio), e seu objetivo é proporcionar, com grande rapidez, o conveniente aumento de reservas em momentos de dificuldades. Um país que se encontre apoiado em bancos centrais de outros países terá mais confiança para sobrepujar uma crise de curta duração sem acudir à desvalorização, podendo tal confiança fazer com que se decida a intervir mais prontamente e de modo direto nos mercados de câmbio a têrmo. Tôdas essas medidas contribuíram para atenuar um pouco a especulação, que tanto prejudica o atual sistema monetário internacional.