

## Contratos futuros de câmbio, risco cambial e demanda por empréstimos externos: uma sugestão de política econômica\*

Paulo Nogueira Batista Jr. \*\*

Este artigo tem como objetivos básicos discutir os efeitos da incerteza em relação ao curso da política cambial no Brasil e apresentar uma alternativa de política. O trabalho está dividido em duas partes. A primeira examina os efeitos do risco cambial na área financeira, procurando mostrar que há evidência de que se trata de um dos obstáculos relevantes à geração de superávits adequados na conta de capital do balanço de pagamentos e à redução das taxas internas de juros na faixa livre do crédito. A segunda parte defende a introdução de contratos futuros de câmbio, indexados pela correção monetária, como forma de neutralizar os efeitos do "risco cambial" sobre a demanda por empréstimos externos e sobre os juros internos.

1. Introdução; 2. Risco cambial e demanda por empréstimos externos; 3. Contratos futuros de câmbio: uma sugestão de política; 4. Conclusão.

### 1. Introdução

A preocupação em reduzir as taxas de juros e promover a retomada do crescimento industrial conflita com a necessidade de manter o estímulo à captação de empréstimos externos e o controle monetário interno. Apesar da queda acentuada do produto industrial e do aumento do desemprego, as restrições financeiras,

\* Este artigo representa um desenvolvimento de trabalhos e propostas anteriores. Veja, por exemplo: Motta, Nelson C. A face iníqua da maxidesvalorização. *Jornal do Brasil*, 23 jun. 1980; Batista Jr., Paulo Nogueira. Proposta de solução para um dilema de política econômica. *Jornal do Brasil*, 26 jul. 1980; Lemgruber, Antonio C. *Política cambial – dilemas e perspectivas*. Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional, IBRE/FGV, ago. 1980. mimeogr. Batista Jr., Paulo Nogueira. *Câmbio e capital financeiro externo: uma proposta de política cambial*. In: *Ensaio sobre o setor externo da economia brasileira*. Rio de Janeiro, FGV, 1981. (Estudos Especiais IBRE n. 2) Os originais deste artigo foram entregues à redação da RBE em agosto de 1982.

\*\* Economista do Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional do IBRE/FGV. O autor agradece os comentários do Prof. Octavio Gouvêa de Bulhões, de Pedro S. Malan e Luiz A. Corrêa do Lago.

tanto internas quanto externas, têm levado o Governo a manter as taxas de juros reais em patamar elevado. De fato, a queda das taxas de juros internas poderia reduzir a demanda por empréstimos externos e o influxo líquido de capitais indispensável para o financiamento do déficit de balanço de pagamentos em conta corrente. Por outro lado, a tentativa de baixar os juros internos também poderia prejudicar o controle dos meios de pagamento, na medida em que dificultasse a colocação de títulos públicos.

Reconhecer a existência destas dificuldades e restrições não significa, entretanto, admitir que as possibilidades de atuação do Governo estejam inteiramente esgotadas. A finalidade básica deste trabalho é apresentar uma sugestão de política que poderá estimular a captação externa e reduzir a taxa interna de juros sem necessidade de subsídios adicionais.

Embora inexistam investigações detalhadas a respeito, há uma percepção, bastante generalizada entre os observadores da conjuntura, de que o risco (real ou imaginário) de uma maxidesvalorização, ou de uma aceleração imprevista das minidesvalorizações cambiais, constitui um dos obstáculos importantes à captação de empréstimos externos. A primeira parte do trabalho examina esta questão do "risco cambial" e seus efeitos na área financeira, procurando mostrar que há evidência de que se trata de um dos obstáculos relevantes à geração de superávits adequados na conta de capital do balanço de pagamentos e à redução das taxas internas de juros. A segunda parte apresenta a proposta de introdução de contratos futuros de câmbio como forma de eliminar o "risco cambial", estimular o ingresso de empréstimos externos e reduzir a pressão sobre a taxa interna de juros.

## 2. Risco cambial e demanda por empréstimos externos

A maxidesvalorização de dezembro de 1979 parece ter deixado uma herança de incerteza e desconfiança em relação ao curso da política cambial, que ainda pode levar muito tempo para ser superada. Nunca é demais lembrar que a maxidesvalorização de dezembro de 1979 representou uma ruptura drástica da política cambial brasileira, pelo fato de ter significado o abandono de uma regra de desvalorização que vinha sendo seguida ininterruptamente há mais de 11 anos, desde agosto de 1968.

Além disso, apesar da política cambial de 1981, a posição real da taxa de câmbio ainda é bastante desfavorável do ponto de vista da promoção das exportações e do controle da balança comercial. A posição da taxa cambial, aliada ao "precedente" de dezembro de 1979, pode dar margem a previsões de que o Governo voltará a recorrer a uma maxidesvalorização ou a minidesvalorizações superiores à correção monetária.

Como se sabe, a política de minidesvalorizações reais de 1981 destinava-se, em parte, a recuperar o espaço perdido com a prefixação cambial de 1980. As estimativas reproduzidas na tabela 1 indicam, entretanto, que a posição "real" da

taxa Cr\$/US\$ em dezembro de 1981 ainda era significativamente inferior à posição de dezembro de 1979. Em outras palavras, as minidesvalorizações de 1981 não foram capazes de restabelecer a taxa de câmbio real resultante da política cambial de 1979.

Tabela 1  
Taxa nominal de câmbio, índices de preços e taxa de câmbio real, 1978-82  
(Base: dez. 1979)

Período	Índice da taxa Cr\$/US\$ <sup>a</sup> (A)	IPA Brasil <sup>b</sup> (B)	IPA EUA <sup>c</sup> (C)	Índice da taxa de câmbio real <sup>d</sup> (D)
1978 – Dezembro	49,19	55,53	87,04	77,10
1979 – Dezembro	100,00	100,00	100,00	100,00
1980 – Março	110,04	118,38	107,31	99,75
Junho	123,02	143,95	108,89	93,06
Setembro	135,41	177,44	112,33	85,72
Dezembro	154,01	221,35	114,91	79,95
1981 – Março	179,94	274,15	118,71	77,92
Junho	214,91	322,56	120,72	80,43
Setembro	255,44	373,67	121,15	82,82
Dezembro	300,49	430,06	121,29	84,75
1982 – Março	348,48	521,15	122,08	81,63
Junho	407,22	634,04	123,58 <sub>p</sub>	79,37 <sub>p</sub>

Fontes: Banco Central do Brasil, Fundação Getúlio Vargas e Fundo Monetário Internacional.

<sup>a</sup> Taxa de venda em fim de período.

<sup>b</sup> Índice de preços por atacado – disponibilidade interna.

<sup>c</sup> Wholesale prices.

$$d_D = \frac{A \times C}{B}$$

<sup>p</sup> Dado preliminar.

Este não é, entretanto, o ponto mais relevante, pois não há nada de surpreendente no fato de que a posição real alcançada após uma maxidesvalorização (e a desvalorização real do período janeiro-novembro de 1979) não possa ter sido recuperada no curto espaço de tempo de que se dispunha em 1981 para corrigir o rumo da política de minidesvalorizações cambiais. O problema maior está no comportamento do dólar em relação a terceiras moedas. Na verdade, a valorização do dólar foi mais do que suficiente para anular o esforço de ajustamento da taxa de câmbio do cruzeiro.

Embora o cruzeiro esteja formalmente vinculado ao dólar, que ainda desempenha o papel de moeda-referência na determinação da taxa de variação cambial, a análise da taxa de câmbio não pode restringir-se à relação entre o cruzeiro, o dólar e as respectivas taxas de depreciação interna. Em 1981, a desvalorização nominal do cruzeiro em relação a quase todas as outras moedas relevantes foi bastante inferior aos respectivos diferenciais de inflação. A taxa de câmbio *efetiva*, estimada com base no comportamento do cruzeiro em relação às principais moedas, valorizou-se em termos reais (tabela 2). A desvalorização real da taxa Cr\$/US\$ não foi portanto suficiente para compensar o efeito da valorização do dólar nos mercados internacionais de câmbio.

Partindo desta base já bastante desfavorável, a posição da taxa de câmbio agravou-se no primeiro semestre deste ano, pois uma série de acontecimentos inesperados acabaram produzindo uma revalorização da taxa Cr\$/US\$. A elevação inesperada da inflação interna e a redução, também inesperada, da taxa de inflação norte-americana erodiram completamente, no espaço de apenas seis meses, a desvalorização real alcançada em 1981 (veja tabela 1). A esta valorização real da taxa Cr\$/US\$ acrescenta-se ainda o também imprevisível fortalecimento do dólar em relação a outras moedas no início deste ano. De janeiro a junho, a desvalorização nominal do cruzeiro em relação a todas as outras moedas importantes foi sensivelmente inferior à desvalorização da taxa Cr\$/US\$, indicando que a deterioração da taxa *efetiva* está-se processando em ritmo ainda mais acentuado.

Este não é o lugar apropriado para discutir o conjunto dos dilemas da política cambial brasileira e as diversas opções de que dispõe o Governo, mas cabe ressaltar que o "atraso" cambial efetivo, além de prejudicar o desempenho das exportações, pode estar afetando de forma negativa a demanda de empréstimos externos. O fato de a taxa cambial estar bastante aquém do que seria desejável do ponto de vista do controle da balança comercial pode contribuir para a formação de expectativas de maxidesvalorização ou de minidesvalorizações acima da correção monetária. Há, portanto, dois motivos distintos para acreditar que o "risco cambial" possa estar reduzindo a demanda por empréstimos externos: a) a herança de incerteza deixada pela maxidesvalorização de dezembro de 1979; b) a posição efetiva da taxa de câmbio do cruzeiro.

Na análise do problema do "risco cambial", não passamos até agora de suposições e conjecturas baseadas na evolução recente da política cambial e na posição efetiva da taxa de câmbio. Mas existem também indicações concretas de que a incerteza em relação à trajetória da taxa de câmbio constitui fator relevante no processo de decisão do setor privado.

Observe-se, em primeiro lugar, a evolução da dívida externa do setor privado, registrada na tabela 3. Até 1979, a dívida externa privada contratada no âmbito da Lei n.º 4.131, sem intermediação de bancos nacionais, crescia de modo significativo, passando de US\$3,1 bilhões em dezembro de 1973 para US\$8,9 bilhões em dezembro de 1979. Nesse período, a 4.131 respondia por quase 60%

Tabela 2  
Índices de taxas reais de câmbio e da taxa efetiva real  
(Base: dez. 1980)

Período	US\$	Libra	Iene	Marco	Franco francês	Lira	Florim	Franco suíço	Taxa efetiva <sup>a</sup>
1980 – Dezembro	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1981 – Março	97,46	91,97	90,12	91,10	88,61	87,25	91,57	89,83	92,24
Junho	100,60	83,25	86,79	81,92	81,05	81,46	81,24	85,79	87,58
Setembro	103,62	81,35	87,90	88,57	88,54	87,87	88,73	92,47	91,90
Dezembro	106,00	89,39	94,18	94,07	88,28	90,38	93,97	103,62	96,16

<sup>a</sup> Pesos baseados na participação dos oito países no total das exportações brasileiras e mundiais.

*Fonte:* FGV-IBRE. Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional, Banco de dados financeiros nacionais e internacionais. maio 1982. mimeogr.

da dívida externa total do setor privado (tabela 3). A partir de 1979, o estoque da dívida privada direta na forma da 4.131 sofreu, entretanto, redução em termos absolutos, caindo para US\$ 8,2 bilhões em dezembro de 1980. A recuperação observada no ano passado não foi suficiente para restabelecer o nível registrado em dezembro de 1979. Como a dívida privada global continuou crescendo nesse período, a participação da 4.131 no total da dívida externa direta do setor privado caiu de 55,8% em dezembro de 1979 para 43,7% em dezembro de 1981.

A redução deste componente da dívida externa direta do setor privado pode ser atribuída, pelo menos em parte, às decisões tomadas em dezembro de 1979. A maxidesvalorização, além de quebrar a estabilidade da política cambial, teve de ser complementada pelo "congelamento" dos fundos depositados na forma da Resolução n.º 432, referentes a empréstimos externos contratados sob a Lei n.º 4.131. Embora a Resolução n.º 432 não tenha sido eliminada, desapareceu para as empresas (mas não para os bancos) a possibilidade de utilizar este mecanismo em caráter temporário.<sup>1</sup> A incerteza em relação ao curso da política cambial, aliada à modificação das regras referentes aos depósitos em moedas estrangeiras, talvez seja o fator responsável pelo declínio da dívida externa privada contratada sob a Lei n.º 4.131.

Outra indicação do estado das expectativas é a nítida preferência por ORTNs de cinco anos, que oferecem a opção de resgate pela correção cambial.<sup>2</sup> Embora não possa ser considerada um *hedge* perfeito, a compra de ORTN com cláusula de correção cambial constitui evidentemente uma forma de proteção contra o risco de variações cambiais imprevistas.

A decisão recente de reduzir de seis para três meses o prazo mínimo de repasse dos empréstimos externos contratados no âmbito da Resolução n.º 63 indica que o próprio Governo reconhece a existência de incerteza em relação à política cambial.<sup>3</sup> Segundo declarações oficiais, a redução do prazo mínimo para três meses visou neutralizar o efeito do "risco cambial" sobre a demanda por repasses de empréstimos externos. No entanto, como a correção monetária só é conhecida com um ou dois meses de antecedência, permanece uma margem significativa de incerteza quanto ao custo efetivo do crédito externo. E mesmo que a

<sup>1</sup> Decidiu-se que os fundos congelados em dezembro de 1979 só poderiam ser liberados para pagamentos de juros e principal dos empréstimos externos correspondentes, para transformação em investimentos diretos, ou em "casos especiais" a critério do Banco Central. *Conjuntura Econômica*, p. 41-43, jan. 1980. Cabe ressaltar que a dívida externa privada contratada sob a Resolução n.º 63 continuou crescendo, tanto em termos absolutos como em termos relativos, o que talvez possa ser explicado pelo fato de os bancos ainda poderem utilizar em caráter temporário os depósitos em moeda estrangeira.

<sup>2</sup> *Conjuntura Econômica*, abr. 1982, p. 77. Nos leilões de ORTN realizados em 1981, a colocação total foi de Cr\$ 465,4 bilhões, dos quais Cr\$ 152 bilhões em títulos de dois anos e Cr\$ 313,4 bilhões (67,3% do total) em papéis de cinco anos com cláusula de correção cambial. *Conjuntura Econômica*, fev. 1982, p. 19.

<sup>3</sup> A Resolução n.º 710, de 4 de dezembro de 1981, reduziu o prazo mínimo aplicável a repasses, no país, de empréstimos externos obtidos na forma das Resoluções n.ºs 63 e 64, de 21 de agosto de 1967 e 23 de agosto de 1967.

Tabela 3  
Dívida externa privada: Lei n.º 4.131 e total, 1973-81  
(Em US\$ milhões)

Período	Dívida externa na forma da Lei n.º 4.131 (setor privado) <sup>a</sup> (A)	Dívida externa total do setor privado <sup>b</sup> (B)	(A) ÷ (B) (em %)
31.12.73	3.120	6.072	51,4
31.12.74	5.468	8.634	63,3
31.12.75	5.994	9.718	61,7
31.12.76	6.665	11.122	59,9
31.12.77	7.668	12.729	60,2
31.12.78	9.185	15.954	57,6
31.12.79	8.853	15.869	55,8
31.12.80	8.188	16.577	49,4
31.12.81	8.571	19.622	43,7

*Fontes:* 1973-76: Fiscalização e registro de capitais estrangeiros, Banco Central do Brasil. Apud Castelo Branco, Marta. *O Dilema da política cambial no Brasil: origens e debate no início dos anos 80*. Dissertação de mestrado. mimeogr. Departamento de Economia/PUC-RJ, 1981. tab. 11, p. 37. 1977-81: Banco Central do Brasil. *Boletim*, vários números.

<sup>a</sup> Comunicados Firce n.ºs 10 e 20.

<sup>b</sup> Médio e longo prazos. Exclui dívidas privadas garantidas pelo Governo.

correção monetária pudesse ser prefixada por três meses, não haveria do ponto de vista do tomador final qualquer garantia formal de que o Governo não alteraria a relação entre correção monetária e desvalorização cambial, seja por meio de mais uma maxidesvalorização, seja por meio de uma aceleração das minidesvalorizações em relação à correção monetária. De qualquer forma, o argumento apresentado pelo Governo para justificar a redução do prazo mínimo de repasse representa o reconhecimento de que o "risco cambial" constitui um dos fatores que restringe a demanda por empréstimos externos.

Outra medida recente do Banco Central revela claramente a mesma preocupação. Por meio da Circular n.º 700, de 9 de junho de 1982, os bancos comerciais e de investimento foram autorizados a repassar recursos externos com correção cambial prefixada, desde que o prazo da operação não ultrapasse 90 dias. Segundo a presidência do Banco Central, o propósito da medida é "facilitar o acesso, especialmente das pequenas e médias empresas nacionais, aos recursos captados no exterior, através da Resolução n.º 63, para os quais não há qualquer restrição quantitativa".<sup>4</sup> Apesar de limitada em seu alcance, esta medida não deixa de ser

<sup>4</sup> Nota distribuída à imprensa pela assessoria da presidência do Banco Central em 9.6.82, citada em *O Globo*, 10 jun. 1982, p. 20, e *Gazeta Mercantil*, 10 e 11 jun. 1982, p. 12.

importante, pois parece confirmar a validade da idéia, defendida nos últimos anos por vários observadores, de que a demanda por empréstimos externos precisava ser amparada por algum tipo de seguro cambial.<sup>5</sup> Mas a medida parece insuficiente em vários sentidos. Em primeiro lugar, o esquema criado pela Circular n.º 700 não oferece qualquer garantia aos tomadores diretos de empréstimos externos, isto é, às empresas que contratam créditos no exterior sem intermediação de bancos nacionais. Em segundo lugar, como a garantia cambial tem prazo máximo de três meses, a medida não ajuda o tomador de repasses por prazos mais longos, o que poderá resultar no encurtamento do prazo médio de repasse de recursos externos. Além disso, o “risco cambial” terá de ser assumido, pela primeira vez, pelos bancos comerciais e de investimento. Caso queiram emprestar recursos externos a uma taxa de juros prefixada, os bancos serão forçados a estimar a correção cambial para o prazo de 90 dias e absorver o risco cambial para esse período. Para contornar um possível desinteresse dos bancos por repasses a taxas prefixadas, o Banco Central irá exigir também que os bancos formem um lastro em ORTNs de cinco anos com cláusula de correção cambial, em valor pelo menos igual ao montante de empréstimos externos repassado a taxas prefixadas. Mas como a ORTN de cinco anos não pode funcionar como proteção (*hedge*) perfeita para operações de três meses, permanecem dúvidas quanto à eficácia do novo esquema de repasse. De qualquer modo, a nova medida constitui mais uma indicação de que o Governo reconhece que a incerteza em relação à política cambial representa, de fato, um obstáculo à tomada de empréstimos em moeda estrangeira.<sup>6</sup>

O risco de uma maxidesvalorização (ou de uma aceleração das minidesvalorizações) produz efeitos importantes na área financeira. Em primeiro lugar, pode reduzir a demanda por empréstimos denominados em moeda estrangeira e levar à troca de dívidas externas (diretas ou indiretas) por dívidas denominadas em cruzeiros. O tomador potencial de empréstimos externos, por não depositar confiança plena na política cambial, prefere muitas vezes contratar empréstimos em cruzeiros — ainda que a um custo possivelmente mais elevado — a correr o risco de sofrer os efeitos de uma variação abrupta ou de uma aceleração inesperada da taxa de desvalorização cambial.

Deve-se ressaltar, neste contexto, que a troca de dívidas em moedas estrangeiras por dívidas em moeda nacional pode processar-se em prazo curto de tempo. Como se sabe, o Banco Central exige que os empréstimos externos em moeda obedeçam a um prazo mínimo de amortização, atualmente fixado em oito anos. Esta exigência deriva da necessidade de manter algum controle sobre o perfil da dívida e evitar a concentração de vencimentos a curto prazo. Dado que o prazo mínimo de repasse interno dos empréstimos contratados pela Resolução n.º 63 é,

<sup>5</sup> Veja, por exemplo, os artigos citados na primeira nota de rodapé deste trabalho.

<sup>6</sup> No mês de junho, foram adotadas mais duas medidas para estimular a demanda por crédito externo: a) a volta do esquema da Res. n.º 432 para os depósitos em moeda estrangeira constituídos a partir de 16.6.82 (Resolução n.º 741); b) a permissão de repasses interbancários de recursos tomados no exterior nos termos da Res. n.º 63 (Circular n.º 708).



como vimos, de apenas três meses, existem mecanismos institucionais que permitem conciliar a demanda governamental por prazos longos com o horizonte temporal mais curto dos tomadores de empréstimos externos. Para estes existe sempre a possibilidade de transferir a dívida externa para o Banco Central, após período relativamente curto de tempo, isto é, a possibilidade de comprar um depósito em moeda estrangeira com os cruzeiros equivalentes à obrigação externa em circulação.

O Banco Central coloca-se, portanto, na posição de tomador de empréstimos externos em última instância. Em dezembro de 1981, o total depositado no Banco Central alcançou US\$ 11,4 bilhões, nada menos que 18,6% da dívida externa total. Na verdade, o Banco Central parece ser individualmente o principal responsável efetivo pela dívida externa brasileira.<sup>7</sup> Como se vê na tabela 4, os depósitos em moeda estrangeira têm crescido em ritmo acelerado desde 1977, aumentando

Tabela 4  
Depósitos em moedas estrangeiras nas autoridades monetárias,  
base monetária e dívida externa, 1971-81

Ano	Depósitos em moeda estrangeira <sup>a</sup> (Cr\$ milhões)	Depósitos em moeda estrangeiras/base monetária (%)	Depósitos em moeda estrangeira <sup>b</sup> (US\$ milhões)	Depósitos em moeda estrangeira/dívida externa <sup>b</sup> (%)
1971	299	1,3	53	0,8
1972	394	1,4	63	0,7
1973	330	0,8	53	0,4
1974	247	0,5	33	0,2
1975	602	0,8	66	0,3
1976	1.008	0,9	82	0,3
1977	49.741	29,8	3.099	9,7
1978	141.543	58,5	6.766	15,6
1979	341.699	76,6	8.034	16,1
1980	592.937	84,8	9.052	16,8
1981	1.462.034	123,1	11.440	18,6

Fonte: Banco Central do Brasil.

<sup>a</sup> Saldo em 31 de dezembro do ano.

<sup>b</sup> Médio e longo prazos.

<sup>7</sup> Do ponto de vista formal, a Eletrobrás parece ser o principal devedor individual. Em 31.12.81, a Eletrobrás e as empresas por ela controladas (CHESF, Furnas, Eletrosul, Eletro-norte, Light, Escelsa) eram responsáveis por uma dívida externa de quase US\$ 7 bilhões. Veja Eletrobrás. Relatório 1981 – demonstração consolidada dos financiamentos e empréstimos a pagar. *Jornal do Brasil*, 20 abr. 1982, p. 18.

continuamente como proporção da base monetária e da dívida externa. Há várias explicações possíveis para este fato. O efeito da recessão sobre a demanda global de crédito, por exemplo, pode explicar uma parte do aumento observado em 1981. Mas é bem possível que a incerteza em relação ao curso da política cambial esteja dificultando o repasse e a utilização de empréstimos externos. Na falta de tomadores dispostos a correr o risco cambial, estes recursos acabam depositados no Banco Central, que se torna então responsável pela totalidade ou quase-totalidade dos custos envolvidos.<sup>8</sup>

Dado o nível atual das reservas internacionais e o volume de empréstimos necessários para assegurar o “fechamento” das contas externas, o Governo vê-se obrigado a conservar a taxa interna bem acima da taxa externa de juros e a estabelecer restrições administrativas e tetos para a expansão de certas faixas do crédito em cruzeiros, pois só assim consegue induzir as empresas a aceitarem empréstimos denominados em moeda estrangeira. Como os empréstimos internos e externos não são substitutos perfeitos, não há razão para supor uma tendência à equalização das taxas internas e externas de juros. Nas condições atuais, pode-se afirmar que o custo esperado do crédito externo constitui o patamar a partir do qual são definidas as taxas internas de juros na faixa livre do crédito. Mas este “patamar” inclui além dos determinantes “normais” (inflação esperada, desvalorização real esperada, *Libor*, *spread*, imposto de renda etc.)<sup>9</sup> um componente não-mensurável, ou de difícil mensuração, que resultaria da possibilidade de mudanças imprevistas na política cambial (maxidesvalorização ou minidesvalorizações acima da correção monetária).

### 3. Contratos futuros de câmbio: uma sugestão de política

Se fosse possível eliminar o risco cambial associado à tomada (direta ou indireta) de empréstimos em moeda estrangeira, haveria aumento da demanda por crédito externo e redução simultânea da pressão sobre as taxas internas de juros no segmento do mercado financeiro que opera a taxas livres. Este objetivo poderia ser alcançado autorizando-se o Banco Central a *vender aos tomadores de empréstimos externos contratos para entrega futura de câmbio indexados pela variação da ORTN*. Na prática, o contravalor em cruzeiros das obrigações financeiras externas dos tomadores que optassem por comprar estes contratos futuros seria corrigido pela *correção monetária* e não pela correção cambial. O tomador de empréstimos externos (diretos ou indiretos) teria uma garantia *formal* (contratual) de que os

<sup>8</sup> A captação pelo Banco Central de depósitos em moedas estrangeiras pode ser comparada, em alguns aspectos, à colocação de títulos públicos. O Governo recolhe cruzeiros e entrega depósitos que rendem juros *flutuantes* e correção *cambial*, o que termina por sobrecarregar a posição de recursos próprios das autoridades monetárias.

<sup>9</sup> Sobre os componentes do custo do crédito externo veja, por exemplo, Lago, Luiz A. Corrêa do. Taxa de juros: características e opções. *Conjuntura Econômica*, fev. 1982, p. 220-1.

seus custos financeiros não seriam afetados por uma possível mudança nas regras da política cambial. Embora a demanda por empréstimos externos dependa também de outras variáveis, a eliminação do risco cambial resultaria, tudo o mais constante, em aumento da demanda por empréstimos externos. Em consequência: a) aumentaria o fluxo de empréstimos externos (supondo alguma elasticidade da oferta); b) haveria redução da pressão sobre a taxa interna de juros, à medida que os tomadores de empréstimos com acesso ao mercado financeiro internacional se deslocassem da faixa "interna" para a faixa "externa" do mercado livre de crédito.

No que se refere ao primeiro ponto, cabe observar que o nível das reservas internacionais do Brasil justifica a adoção de medidas que possam estimular o influxo de empréstimos externos. De fato, a situação do Brasil em termos de captação externa e reservas não é das mais tranqüilas. Apesar dos melhores resultados de balanço de pagamentos em 1981, o nível médio das reservas internacionais foi inferior ao do ano anterior (tabela 5). Desde 1979, as reservas internacionais sofreram redução substancial em termos absolutos e relativos. Depois de ter alcançado o valor de US\$ 10,4 bilhões em 1979, as reservas médias reduziram-se para US\$ 6,5 bilhões em 1981. Entre 1978 e 1981, as reservas caíram de 64,7% para 29,4% como proporção das importações, e de 27,3% para 12,2% como proporção da dívida externa bruta<sup>10</sup> (tabela 6). Em consequência da queda no nível relativo das reservas e da elevação da relação serviço da dívida/exportações, o chamado coeficiente de vulnerabilidade externa aumentou de forma contínua nos últimos três anos, passando de 21,9% em 1978 para 73,3% no ano passado.

Um dos motivos da elevação observada nas taxas de juros internas, a partir do segundo semestre de 1980, foi a necessidade de estimular o ingresso de empréstimos externos e estancar a perda de reservas internacionais. Mas o nível das taxas internas de juros pode refletir também a tendência da política monetária e o movimento da dívida pública interna, isto é, as tentativas de compensar através da colocação líquida de títulos públicos as pressões decorrentes da expansão do crédito subsidiado aos setores considerados prioritários (setor rural, exportações, Proálcool etc.). Feita esta ressalva, ainda parece válida a afirmativa de que o mecanismo de estímulo à captação externa acima proposto poderia atenuar as implicações recessivas da atual política, à medida que: a) a maior entrada de

<sup>10</sup> Cabe observar, além disso, que o nível *efetivo* das reservas internacionais pode ser inferior ao indicado pelos dados oficiais. Os valores reproduzidos na tabela 1 correspondem, na verdade, ao total dos haveres brutos das autoridades monetárias. Isto significa que os dados oficiais de reservas podem ser afetados por variações nas obrigações externas de curto prazo das autoridades monetárias. A "liquidez internacional" pode aumentar, por exemplo, por efeito de aumento no endividamento de curto prazo do Banco do Brasil. Neste caso, os haveres *líquidos* das autoridades monetárias (isto é, os haveres líquidos de obrigações de curto prazo em moeda estrangeira) permaneceriam constantes, mas cresceriam as reservas internacionais no conceito oficial de liquidez internacional das autoridades monetárias. Observe-se também que os dados disponíveis sobre as reservas internacionais do Brasil referem-se a posições no último dia de cada mês. Mas os valores de fim de mês podem ser inflados por operações de curto prazo. O indicador mais confiável seria a média dos valores diários e não o saldo no último dia de cada mês.

Tabela 5  
Reservas internacionais do Brasil (Liquidez internacional das autoridades monetárias), 1973-81 (Em US\$ milhões)

Ano	Saldo em 31.12	Média anual <sup>a</sup>
1973	6.415,8	5.719,9
1974	5.269,1	6.021,4
1975	4.040,5	4.120,0
1976	6.543,9	4.277,7
1977	7.256,1	6.028,7
1978	11.895,1	8.858,3
1979	9.688,7	10.373,8
1980	6.912,6	7.256,3
1981	7.506,8	6.485,4

Fonte: Banco Central do Brasil.

<sup>a</sup> Média dos saldos registrados em fim de mês.

empréstimos externos contribuísse para a recuperação das reservas cambiais, permitindo controle menos intenso das importações e do crescimento industrial; b) a eliminação do risco cambial significasse o desaparecimento de um dos elementos do custo do crédito externo, isto é, do "patamar" a partir do qual são definidas as taxas internas de juros na faixa livre do crédito.

Tabela 6  
Nível relativo das reservas internacionais do Brasil, 1973-81

Ano	Reservas/Importações (FOB) <sup>a</sup> (%)	Reservas/Dívida externa bruta <sup>b</sup> (%)
1973	92,4	51,0
1974	47,6	30,7
1975	33,7	19,1
1976	34,5	25,2
1977	50,1	22,6
1978	64,7	27,3
1979	57,4	19,4
1980	31,6	12,8
1981	29,4	12,2

Fonte: Banco Central do Brasil.

<sup>a</sup> Reservas internacionais (média dos saldos em fim de mês)/Importação total no ano.

<sup>b</sup> Reservas internacionais em 31.12/Dívida externa bruta (médio e longo prazos) em 31.12.

Mantida a regra de desvalorização que vem sendo seguida pelo Governo desde janeiro de 1981 (igualdade entre correção monetária mensal e desvalorização mensal da taxa Cr\$/US\$) não haveria qualquer subsídio ou fonte adicional de expansão monetária no esquema aqui sugerido. Evidentemente, se a desvalorização cambial viesse a ultrapassar a correção monetária, a execução dos contratos de câmbio passaria a constituir fonte de expansão da base monetária. Por outro lado, se a desvalorização cambial ficasse *abaixo* da correção monetária, os contratos indexados passariam a constituir fonte de receita ou de contração monetária. É importante observar que o comprador do contrato futuro de câmbio estaria comprometido com a compra futura de divisas a uma taxa determinada *a posteriori* pela variação da ORTN — mesmo que esta seja superior à correção cambial no período relevante. Ao contrário do que foi sugerido recentemente pela FIESP,<sup>11</sup> o tomador de empréstimos teria a opção *ex ante* entre correção cambial e monetária.

Deve-se ressaltar também que a venda de contratos futuros não implica redução da margem de manobra na definição da política de minidesvalorizações cambiais. Se pudesse implementar de forma bem sucedida um esquema do tipo acima proposto, o Governo estaria aumentando o grau de confiança na política cambial sem perder graus de liberdade na determinação do ritmo das minidesvalorizações. Como os contratos futuros seriam indexados, uma elevação inesperada da inflação interna (ou uma queda inesperada da inflação externa) não teria repercussões desfavoráveis — ao contrário do que ocorreria se o Governo assumisse o compromisso de entregar câmbio a uma taxa nominal predeterminada. Dado que a correção monetária é conhecida *a posteriori*, o esquema sugerido não apresenta os inconvenientes associados à prefixação cambial, tal como praticada no Brasil em 1980. Por outro lado, como o critério de indexação é a correção monetária, não existiriam para o Governo riscos derivados de uma possível valorização do dólar em relação a terceiras moedas. O Governo não estaria prefixando nem mesmo a taxa de desvalorização real. No esquema aqui sugerido, em face de uma tendência à valorização do dólar nos mercados internacionais de câmbio ou de um agravamento da situação da balança comercial, o Governo teria a possibilidade de elevar a correção monetária mensal e acelerar as minidesvalorizações da taxa Cr\$/US\$ — caso estivesse disposto a aceitar os custos associados à elevação da correção monetária e da correção cambial. Sob este ponto de vista, a introdução de contratos futuros de câmbio não altera em nada a situação atual. A única diferença é que o Governo, sem criar dificuldades adicionais para a execução da política de minidesvalorizações cambiais, daria aos tomadores de empréstimos externos uma garantia formal de que estes não seriam afetados por uma nova maxidesvalorização ou por minidesvalorizações acima da correção monetária.

A proposta apresentada pode ser encarada como um mecanismo transitório de estímulo à tomada de empréstimos externos, ou seja, como uma tentativa de

<sup>11</sup> Segundo informações divulgadas pela imprensa, o seguro cambial proposto pela FIESP ofereceria ao tomador de empréstimos a opção *ex post* entre correção monetária e correção cambial, o que implicaria transferir todos os custos e riscos para o Governo.

afetar de modo favorável um dos determinantes da demanda por empréstimos externos. Com o decorrer do tempo, à medida que fosse sendo recuperada a confiança na política cambial (isto é, a certeza de que a correção monetária constitui um “teto” para a desvalorização cambial), a venda pelo Governo de contratos futuros de câmbio poderia ser desativada. A implementação da proposta poderia ser iniciada com a venda de contratos futuros para períodos de 3, 6 e/ou 12 meses. As empresas que assumissem dívidas em moeda estrangeira, seja de forma direta (Lei n.º 4.131), seja por meio de repasse (Resolução n.º 63), teriam a possibilidade de proteger-se contra o risco cambial comprando câmbio futuro a uma taxa que ficaria determinada pela correção monetária nos próximos 3, 6 ou 12 meses, conforme o prazo da operação.<sup>12</sup>

Bem interpretado, o anúncio de uma medida como esta não alimentaria expectativas de maxidesvalorização. Pelo contrário, ao comprometer-se a entregar divisas a uma taxa determinada pela variação da ORTN, o Governo estaria dando uma indicação clara de que não pretende recorrer a uma maxidesvalorização. Ao vender contratos futuros de câmbio, o Governo estaria na verdade aumentando os custos em que teria de incorrer no caso de uma variação abrupta da taxa de câmbio ou de uma quebra nas regras atuais da política cambial.

Há quem considere que o mero anúncio de um esquema de seguro cambial teria o efeito de estimular expectativas de maxidesvalorização. O argumento parece ser o de que a criação de contratos futuros de câmbio seria interpretada pelo mercado como um sinal de que o Governo estaria pretendendo separar, via maxidesvalorização, a taxa de câmbio “comercial” da taxa de câmbio “financeira”. Caso este tipo de expectativa se formasse, a medida acabaria sendo contra-producente, pois poderia levar ao adiamento de exportações, à antecipação de importações etc.

Com relação ao efeito do anúncio da medida sobre as expectativas, cabe fazer duas observações. Em primeiro lugar, o surgimento de expectativas de aceleração das minidesvalorizações em relação à correção monetária não criaria problemas, pois os tomadores de empréstimos externos teriam a possibilidade de proteger-se comprando contratos futuros de câmbio indexados pela correção monetária e não seriam desestimulados pela expectativa de correção cambial superior à monetária. Em segundo lugar, deve-se ressaltar que a introdução de contratos futuros de câmbio só geraria temor de maxidesvalorização, se as expectativas fossem formadas de modo irracional. O mercado deve ser capaz de entender que, caso o Governo estivesse considerando de fato a possibilidade de efetuar uma maxidesvalori-

<sup>12</sup> A introdução de contratos futuros de câmbio, indexados pela correção monetária, parece perfeitamente compatível com o esquema de repasse de recursos externos definidos pela Circular n.º 700 de 7 de junho de 1982. O principal problema deste último parece estar no fato de que a ORTN cambial não é um *hedge* perfeito, o que poderá prejudicar a participação dos bancos no repasse de recursos externos a taxas prefixadas. Mas o esquema da Circular n.º 700 poderia ser viabilizado se o Governo estivesse disposto a vender aos bancos contratos futuros de câmbio indexados pela correção monetária.

zação, os contratos futuros de câmbio seriam introduzidos *depois*, e não antes, da maxidesvalorização.

De qualquer modo, dadas a volatilidade das expectativas cambiais e a sua sensibilidade em relação a anúncios de mudança na política econômica, a introdução de contratos futuros de câmbio teria de ser cercada de cuidados. Seria indispensável esclarecer o significado real da medida, que representaria na verdade o compromisso formal de não alterar as regras da política cambial.

O principal inconveniente da sugestão aqui apresentada é o de dificultar uma opção posterior por uma maxidesvalorização ou por minidesvalorizações cambiais significativamente superiores à correção monetária. No que se refere ao segundo ponto, cabe lembrar que a necessidade de manter a atratividade do crédito externo, já exclui minidesvalorizações significativamente mais altas que a correção monetária.

O recurso a uma maxidesvalorização parece, por várias razões, fortemente desaconselhável. Em primeiro lugar, o impacto de uma maxidesvalorização sobre a inflação e sobre as expectativas inflacionárias poderia inverter a tendência de queda da inflação e anular os resultados alcançados. Na conjuntura atual, dado o afrouxamento da política monetária desde o último trimestre de 1981, uma maxidesvalorização teria provavelmente efeito desastroso sobre a taxa de inflação. Ademais, como 68% da dívida externa brasileira (médio e longo prazos) é de responsabilidade direta ou indireta do setor público<sup>13</sup>, uma maxidesvalorização resultaria em ampliação do déficit fiscal, pelo fato de aumentar o equivalente em cruzeiros da despesa financeira com o serviço da dívida externa pública. Na verdade, os dados oficiais de endividamento externo subestimam consideravelmente a participação efetiva da dívida externa pública no total da dívida brasileira a médio e longo prazos. No passado recente, os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central, voluntários ou compulsórios, correspondentes a empréstimos tomados no exterior, cresceram, como vimos, de forma impressionante. No final do ano passado, estes depósitos representavam nada menos que 18,6% da dívida externa brasileira, o que leva a crer que o Banco Central do Brasil é, na realidade, o principal devedor externo individual.<sup>14</sup> Neste contexto, a tentativa de efetivar nova maxidesvalorização teria efeitos negativos sobre o controle monetário e talvez obrigasse o Governo a assumir novamente o ônus de romper as regras estabelecidas e a “congelar” os depósitos em moeda estrangeira sob sua guarda.

Vale lembrar também que a demanda privada por empréstimos externos depende decisivamente de um mínimo de confiança nas regras da política cambial. Uma maxidesvalorização penalizaria as empresas endividadas em moeda estrangeira (que acreditaram na regra de desvalorização anunciada pelo Governo) e

<sup>13</sup> Banco Central do Brasil, *Boletim*, maio 1982, separata.

<sup>14</sup> Cabe lembrar que o valor atual dos depósitos em moeda estrangeira no Banco Central já excede em muito o valor das reservas internacionais (cf. Tabelas 4 e 5). Em nov./79, ao contrário, os depósitos representavam 86% das reservas internacionais. Veja Banco Central do Brasil, *Boletim*, jan./82, pp. 17 e 271.

poderia gerar expectativas de novas maxidesvalorizações, o que talvez acabasse inviabilizando a entrada de empréstimos no volume necessário para o financiamento do déficit em transações correntes sem perda adicional de reservas internacionais.<sup>15</sup>

#### 4. Conclusão

Este trabalho teve como propósito discutir as causas e os efeitos da incerteza em relação ao curso da política cambial e apresentar uma sugestão de política que poderá neutralizar o seu efeito sobre a demanda por empréstimos em moedas estrangeiras. O trabalho começou mostrando que o “atraso cambial” efetivo, aliado ao precedente de dezembro de 1979, pode dar margem a expectativas de nova maxidesvalorização ou de minidesvalorizações superiores à correção monetária. Na verdade, há indicações concretas de que a incerteza em relação à trajetória da taxa cambial constitui obstáculo relevante à captação de empréstimos externos e à redução das taxas de juros internas.

Dado o nível das reservas internacionais do Brasil, parece recomendável a adoção de medidas que possam neutralizar o risco cambial e estimular a entrada de empréstimos externos. A segunda parte do trabalho apresentou a proposta de contratos futuros, indexados pela correção monetária, como forma de enfrentar o problema do risco cambial, incentivar a tomada de empréstimos em moedas estrangeiras e atenuar as pressões sobre as taxas internas de juros na faixa livre do sistema financeiro. Os pontos básicos do esquema de seguro cambial apresentado neste trabalho são os seguintes: a) o Governo introduziria contratos para entrega futura de câmbio; b) estes contratos seriam oferecidos aos tomadores de empréstimos externos; c) a taxa de câmbio futura ficaria determinada pela correção monetária no período entre a realização do contrato e a entrega das divisas correspondentes; d) o Governo ofereceria aos tomadores diretos (Lei n.º 4.131) ou aos tomadores finais no caso de operações de repasse (Resolução n.º 63) contratos de 3, 6 e/ou 12 meses. A introdução de contratos futuros de câmbio, sem criar subsídios ou restrições adicionais à política de minidesvalorizações cambiais, traria um estímulo à captação de empréstimos externos e poderia reduzir as pressões sobre as taxas internas de juros contribuindo desta forma para a resolução de um dos problemas centrais da política econômica brasileira.

<sup>15</sup> Talvez a única maneira de neutralizar os efeitos de uma maxidesvalorização sobre a demanda de empréstimos externos seria adotar, logo em seguida à maxidesvalorização, um esquema de seguro cambial nos moldes da proposta apresentada neste trabalho.



## **Abstract**

This paper discusses the effects of exchange-rate risk on the demand for external credit and on domestic interest rates. It attempts to show that the introduction of indexed forward exchange contracts would eliminate the effects of exchange rate risk on the inflow of external loans and on the level of domestic interest rates.