

A dívida pública, o câmbio e a dinâmica privada de alocação da riqueza financeira: limites e possibilidades da política fiscal *

Thiago Rabelo Pereira **

Marcelo Miterhof ***

Resumo

O artigo avalia como na economia brasileira durante os primeiros meses da pandemia da Covid-19 a dinâmica privada de alocação da riqueza financeira potencializou a instabilidade macroeconômica, condicionando as possibilidades e os limites das políticas fiscal e monetária, em particular via efeitos sobre o câmbio. São discutidas as razões da volatilidade financeira e seus impactos sobre o manejo da política econômica. Analisa-se o papel da especulação, enfatizando que – no contexto de juros baixos, que vigorou até 2020, e da proliferação de estratégias de investimento e de gestão de risco procíclicas por investidores locais, com destaque para os fundos multimercados – ela tem sido uma fonte de ampliação da instabilidade e da volatilidade dos preços. O texto discute ainda ideias para que a regulação incentive a diversidade de visões e de estratégias de investimento, combatendo as externalidades negativas da especulação.

Palavras-chave: Política fiscal, Política monetária, Instabilidade financeira, Volatilidade cambial, Regulação financeira.

Abstract

Public debt, exchange rate and the private dynamics of financial wealth allocation: limits and possibilities of fiscal policy

The article assesses how macroeconomic instability was amplified in the Brazilian economy during the first months of the Covid-19 pandemic by the private dynamics of financial wealth allocation. It affects the possibilities and limits of fiscal and monetary policies, in particular via effects on the exchange rate. The general reasons for financial volatility and its impacts on the management of economic policy are also discussed. The role of speculation is analyzed. In the context of low interest rates, which prevailed until 2020, and the proliferation of procyclical investment and risk management strategies by local investors, especially hedge funds – it has been a source of increased instability and volatility in prices. The text also discusses ideas for regulation to encourage the diversity of views and investment strategies, mitigating the negative externalities of speculation.

Keywords: Fiscal policy, Monetary policy, Financial Instability, Exchange volatility, Financial regulation.

JEL: E44, E5, E52, E6, E62, G01, G18.

Introdução

A pandemia do vírus corona é um choque que paralisa a oferta e a demanda de um amplo conjunto de setores e atividades. É uma crise que não advém de aspectos típicos do ciclo econômico, isto é, de descompassos entre os efeitos de expansão da capacidade e da demanda oriunda dos investimentos ou do endividamento de empresas, famílias e/ou governo ou de dificuldades no balanço

* Artigo recebido em 29 de janeiro de 2021 e aprovado em 27 de agosto de 2021. O artigo não reflete necessariamente a opinião do banco. Os autores agradecem os cuidadosos e valiosos comentários do professor Ricardo Carneiro e dos pareceristas anônimos da revista *Economia e Sociedade*, isentando-os naturalmente de erros e omissões remanescentes.

** Economista do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Rio de Janeiro, RJ, Brasil. E-mail: thiago.rabelo.pereira@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-1147-4052>.

*** Economista do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Rio de Janeiro, RJ, Brasil. E-mail: marcelo.miterhof@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0610-6151>.

de pagamentos. Embora seja um fator extraeconômico temporário, sua duração é incerta e os seus efeitos são brutais.

São terríveis os efeitos para a economia, mas com uma dose de otimismo é possível acreditar que alguns dogmas econômicos serão questionados, beneficiando, ao menos por um tempo, a qualidade do debate público. Uma evidência é que se desmilinguiu a propalada tese de que “o dinheiro do governo acabou”, que domina o debate econômico brasileiro desde 2015. Ante à incontornável necessidade de apoiar empresas e pessoas, o governo suspendeu transitoriamente as regras fiscais (teto dos gastos, resultado primário e regra de ouro). Mesmo sendo o ministro da Economia alguém tido e autoproclamado como o mais radical ultraliberal, o déficit fiscal é recorde. Paulo Guedes não virou um keynesiano, mas deu inapelavelmente razão a uma das teses do economista britânico: quando a economia entra em recessão os déficits são inevitáveis, pois caem as receitas e se elevam as despesas para minimamente amparar os atingidos.

Se tornou-se óbvio que não faz sentido deixar desamparados milhões de pessoas que do dia para a noite foram impedidas de continuar trabalhando, algo parecido também deveria valer para problemas econômicos mais usuais. O desemprego involuntário é um mal recorrente e a política econômica precisa combatê-lo.

Se a máxima “o dinheiro acabou” é, ao menos por ora, letra morta, a questão dos limites e das formas de financiamento dos déficits fiscais repaginam o debate. Este artigo avalia como, no contexto atual brasileiro, a dinâmica privada de alocação da riqueza financeira potencializa a instabilidade macroeconômica e condiciona as possibilidades e os limites das políticas fiscal e monetária, em particular via efeitos sobre a taxa de câmbio.

São cinco seções, além desta introdução. Na primeira, é avaliada uma questão que se tornou palpante: a dívida pública denominada em moeda nacional tem risco de não ser paga? São avaliadas situações extremas para mostrar que o único canal de real perturbação é a fuga de capitais. Mas tal perturbação não significa um risco efetivo de inadimplemento da dívida federal. Na segunda seção, tendo em conta um funcionamento mais cotidiano do mercado, são discutidas as razões da volatilidade financeira, em especial a cambial, e seus impactos sobre o manejo da política econômica. Na terceira seção, é analisado o papel da especulação, enfatizando que, no contexto de juros baixos, que vigorou até 2020, e da proliferação de estratégias de investimento e de gestão de risco procíclicas por investidores locais, com destaque para os fundos multimercado – ela tem sido uma fonte de ampliação da instabilidade e da volatilidade dos preços. Na esteira do papel da especulação, é feita ainda uma discussão do conceito de “fundamentos” e da reflexividade entre o mercado financeiro e a economia real. A quarta seção discute ideias para que a regulação incentive a diversidade de visões e de estratégias de investimento, combatendo as externalidades negativas da especulação. A última seção é de considerações finais¹.

(1) Este artigo é uma versão revisada do texto publicado em novembro de 2020, como um Estudo Especial da Facamp (disponível em: <https://www.facamp.com.br/pesquisa/economia/nec/publicacoes/o-cambio-e-a-dinamica-da-divida-publica-limites-e-possibilidades-da-politica-fiscal/>), publicação da modalidade “texto para discussão”, que não contar previamente com um sistema de revisão por pares. Além das revisões feitas a partir das contribuições dos pareceristas da Economia e Sociedade, foram feitas algumas adaptações para atualizar o texto. De todo modo, o seu objetivo central é discutir os impactos da dinâmica do mercado financeiro no manejo da política fiscal, tendo por base o observado até 2020, de maneira a permitir uma reflexão em termos mais gerais sobre aspectos regulatórios e teóricos.

1 Há risco de inadimplemento na dívida pública federal?

Considerando a posição liquidamente credora do setor público em moeda estrangeira e a posição relativamente confortável do balanço de pagamentos, é difícil enxergar um cenário em que o Tesouro Nacional (TN) não consiga financiar a dívida pública, majoritariamente denominada em moeda fiduciária nacional e detida por residentes, salvo por limitações institucionais autoimpostas, que inibem o financiamento “monetário” dos déficits. Isso não significa que inexistam efeitos indesejáveis na gestão e no perfil de maturidade da dívida pública.

1.1 Os instrumentos disponíveis para as autoridades monetárias

Por exemplo, a decisão do Tesouro Nacional de não sancionar os prêmios demandados pelo mercado nos leilões primários dos títulos mais longos, em quadro de alta inclinação da curva de juros (taxas longas em mercado secundário muito maiores do que as curtas), visa reduzir o custo esperado de financiamento da dívida. Em 2020, o TN diminuiu a colocação de papéis com maior prazo e retorno. Essa escolha requer rolar mais frequentemente posições de curto prazo ou emitir títulos mais longos, com remuneração vinculada à Selic (mesmo com deságio) na expectativa de que a posteriori sairá mais barato do que aceitar os prêmios exigidos pelo mercado nas emissões de títulos prefixados de longo prazo. O encurtamento dos prazos médios aumenta a pressão de rolagens, mas evita o custo esperado de travar prêmios elevados. Com isso, gera-se redução do custo esperado de servir a dívida e do risco de mercado carregado pelo público, em contexto de forte incerteza. No entanto, com uma maior necessidade de rolagens, há um aumento dos riscos de que eventual deterioração das condições de refinanciamento contaminem os custos futuros de carregamento da dívida e gerem efeitos indiretos potenciais de pressão sobre a taxa de câmbio e a inflação.

Para entender a despeito disso por que é improvável um cenário de incapacidade do governo honrar dívidas em sua própria moeda, é preciso perguntar: como se concretizaria o cenário extremo e tão propalado no qual inexistiria interesse pelas emissões do Tesouro? Se residentes fugirem da dívida pública para que aplicações migramão?

Dadas a Selic e as expectativas de seu curso futuro (e a incerteza associada), se o TN não quiser sancionar o prêmio de risco demandado pelo mercado nas ofertas primárias de dívida prefixada e em IPCA, ele pode liquidar dívida vincenda, usando os recursos finitos da Conta Única que tem na autoridade monetária. O Banco Central (BC) acabaria passivamente fazendo operações compromissadas (venda de papel com garantia de recompra), em geral de um dia, ainda que possam ter prazos maiores, para enxugar as reservas bancárias injetadas pela liquidação de dívida vencida e não rolada e, assim, sustentar a Selic no entorno da meta fixada pelo Copom (Comitê de Política Monetária). O TN pode também ampliar os prazos nas novas emissões primárias de LFTs (títulos pós-fixados indexados à Selic), mitigando o risco de rolagem, ainda que pagando prêmio e ampliando a sensibilidade do custo da dívida às mudanças nas taxas de curto prazo.

Efeito análogo, só que desvinculado do calendário de vencimentos dos títulos existentes e com munição virtualmente ilimitada, é obtido com o BC atuando diretamente, caso ele opte por usar os poderes extraordinários aprovados para ter vigência durante o estado de emergência, para fazer a chamada “operação twist”: comprar no mercado secundário dívida prefixada e em IPCA ao longo da ETTJ (estrutura a termo da taxa de juros ou a curva de juros associados aos prazos dos papéis) contra a emissão de reserva bancária, o que também acaba virando operação compromissada. É um aspirador

que suga risco de mercado do portfólio do setor privado e realoca o risco (e o retorno) para o setor público, no balanço do BC. Em quadro de forte aversão ao risco, com altos prêmios demandados para comprar dívida prefixada mais longa, pode ser uma boa opção para a gestão da dívida pública – em especial considerando que o risco de refinanciamento, relevante para os atores privados, inexistente para o BC. O Tesouro só pode ser de fato submetido a risco de refinanciamento e emparedado a aceitar os prêmios exigidos pelo mercado nas colocações primárias (caso sejam percebidos como excessivos) por restrições institucionais autoimpostas, que vinculam seu poder de barganha nos leilões às disponibilidades na Conta Única. Afinal, sem tais restrições, o Banco Central sempre é capaz de adquirir títulos do TN mais longos e gerar a liquidez requerida para honrar e rolar suas obrigações com um simples lançamento contábil em seu balanço.

Em tais operações, troca-se dívida prefixada de maior prazo em poder do público (com ou sem correção pelo IPCA) por dívida selicada, via compromissada de um ou mais dias, pondo pressão para redução dos prêmios no mercado secundário dos títulos públicos e abrindo espaço para novas emissões do Tesouro Nacional no mercado primário.

Enquanto existirem fatores de produção ociosos em larga escala, gerando vetor deflacionário relevante via hiato do produto, deveria haver espaço relevante para que o financiamento “monetário” dos déficits fiscais (direto ou indireto) ocorra em bases liquidamente não inflacionárias, ou dentro de limites toleráveis, em dinâmica não aceleracionista. Em cenário de elevada ociosidade, o custo de flexibilizar tais restrições institucionais a tal financiamento dos déficits fiscais deveria ser comparado ao custo social de perda de bem estar decorrente do desemprego involuntário alto e persistente.

Porém, há consequências potenciais sobre os mercados de ativos que podem restringir a atratividade dessa escolha para os formuladores de política. É preciso ponderar os riscos desses instrumentos terem efeitos inflacionários e recessivos na transição, via depreciação cambial adicional e piora da distribuição de renda, com efeito contracionista na demanda agregada a curto prazo e custos sociais associados. O encurtamento excessivo da dívida sob administração do TN também merece ser monitorado e administrado com cautela.

1.2 Os riscos de fuga de capitais e de encurtamento excessivo da dívida

Do ponto de vista do investidor, se não aceitar o prêmio oferecido nos vértices da ETTJ, ele pode escolher entre: i) carregar um ativo de 1 ou mais dias que rende Selic, sem risco de mercado na compromissada; ii) alongar esse ativo, também com risco de mercado nulo ou fortemente mitigado, via LFT; ou iii) migrar para outros papéis domésticos, com risco de mercado. Outras possibilidades domésticas são os ativos reais – cuja demanda seria pressionada, ajudando a puxar a atividade via construção civil, por exemplo – ou papéis com risco de crédito privado, que tem sua remuneração referenciada aos títulos públicos.

Nenhuma dessas opções representa uma incapacidade do TN de rolar a dívida. Todavia, há um caminho que pode representar um risco mais significativo: os investidores podem demandar mais retorno para não sair da moeda nacional. Caso as taxas de juros fixadas pelo BC e/ou os prêmios sancionados pelo TN nos títulos prefixados supostamente não remunerarem os riscos percebidos de inadimplemento (“default”) e de mercado, inflados em razão da preocupação com a dinâmica fiscal e da própria volatilidade, pode-se pressionar o câmbio via fuga de capitais. Essa preocupação é a discussão atual.

Face ao poder de emissão de moeda local fiduciária (sem lastro) e o poder de tributar – isto é, a inevitável existência de demanda pela moeda nacional emitida –, o risco de default propriamente dito virtualmente não existe. Entretanto, real ou imaginária, essa preocupação pode levar a demanda por retorno adicional que, não sancionado, pode levar à fuga de capitais, a depreciação e à volatilidade, acarretando em efeitos inflacionários e sobre a distribuição de renda muito concretos. Como bem sintetizou George Soros², percepções afetam resultados e resultados afetam percepções.

Essa depreciação pode ser alimentada pela incerteza sobre a trajetória da dívida – que põe pressão sobre os spreads de crédito soberanos nos mercados off-shore – pelo patamar da Selic e pela própria compressão dos retornos ao longo da curva de juros pela “operação twist”. Se o retorno oferecido ao longo da ETTJ for amassado pelo BC, é possível que ele seja percebido como insuficiente para cobrir os riscos de default, de mercado e a desvalorização esperada pelos investidores. Esse pode ser o gatilho para acelerar a saída de capitais, gerando pressão adicional no câmbio e na inflação, forte incerteza e deterioração da distribuição de renda a curto prazo. Como a depreciação cambial, no caso da economia brasileira, tende a ser contracionista no curto prazo, essas alternativas colocam o Banco Central no fio da navalha.

A partir de certo patamar, a tentativa de comprimir adicionalmente a curva de juros pode induzir a fuga de capitais adicional e limitar a tração da política monetária e da própria política fiscal expansiva que se busque financiar. Tais riscos devem ser contrapostos ao cenário em que, na ausência dessa intervenção, a pressão de refinanciamento sobre o Tesouro faça-o jogar a toalha e aceitar elevados prêmios para emitir papéis de maior prazo. Tal movimento pressionaria o custo de carregamento da dívida pública e reforçaria as pressões convencionais por consolidação fiscal prematura, provavelmente limitando o impulso fiscal abaixo do requerido para sustentar a recuperação, jogando a economia em armadilha potencialmente duradoura de elevada ociosidade e baixo dinamismo³.

De fato, nos últimos anos, houve uma saída de capitais expressiva. Com forte volatilidade cambial e diferencial de juros interno-externo comprimido, apostas especulativas, como o *carry trade*, deixaram de ser atrativas. E é maior a atratividade de aplicações de residentes no exterior. Ademais, a desconfiança dos estrangeiros com as frustrações reiteradas da retomada do crescimento desde o impeachment, em quadro de instabilidade política, acarretou em forte redução de suas exposições nos mercados de renda variável no país.

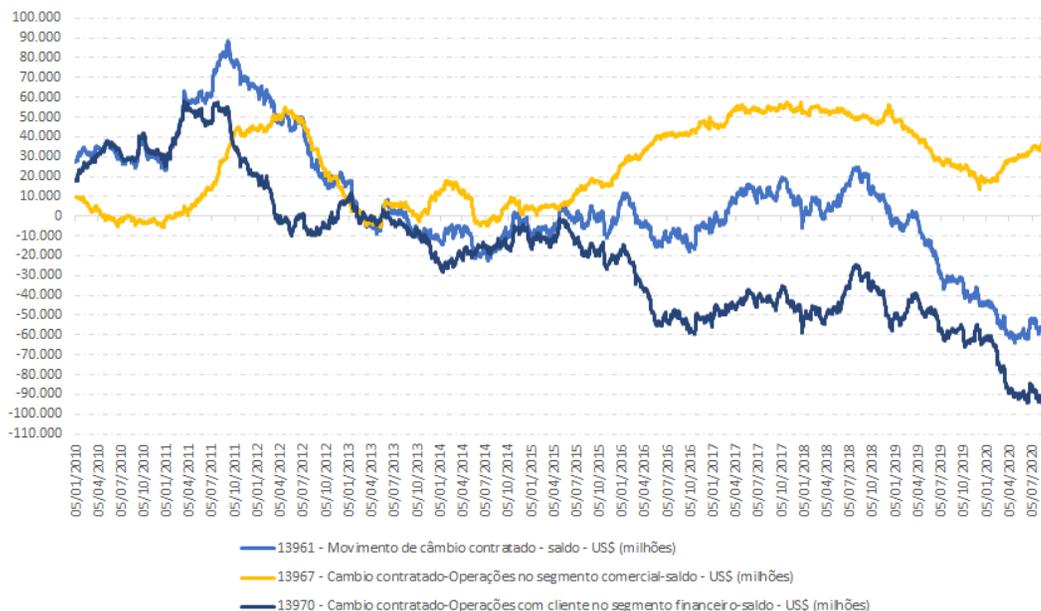
Como ilustrado nos gráficos a seguir, estima-se que, grosso modo, tenha saído do país US\$ 264 bilhões pelo canal financeiro entre 2016 e meados de 2020. Em maio de 2020, o resultado

(2) Ver Soros (2008).

(3) Há um equilíbrio delicado em que o BC modula suas aquisições de títulos públicos em mercado secundário coordenadamente com as ofertas primárias requeridas para reduzir a concentração de vencimentos do TN. Se as compras de títulos públicos longos pelo BC forem simétricas às vendas primárias do TN, evita-se gerar pressão líquida, de compressão ou de abertura da curva de juros. A relação risco-retorno no mercado secundário da dívida pública não seria alterada, não devendo haver indução para saída de capitais adicional. E tais ações reduziram os riscos de rolagem e refinanciamento do TN. Ele pode emitir dívida prefixada de maior prazo sem contaminar a taxa média esperada de financiamento do setor público. Ele emite dívida longa mais cara no mercado, mas trava no passivo o mesmo retorno que é apropriado no ativo do BC, por suas aquisições em mercado secundário. Nessa coordenação, pode-se evitar os custos fiscais do alongamento unilateral das emissões pelo TN –, em cenário de incerteza e aversão ao risco dos agentes privados, com altos prêmios requeridos nos títulos longos – e evitar a concentração excessiva de vencimentos e necessidades de rolagem do TN, o que poderia abrir espaço para instabilidade derivada da possibilidade de realocações bruscas de portfólio em grande escala sobre o preço dos ativos, incluindo o próprio câmbio.

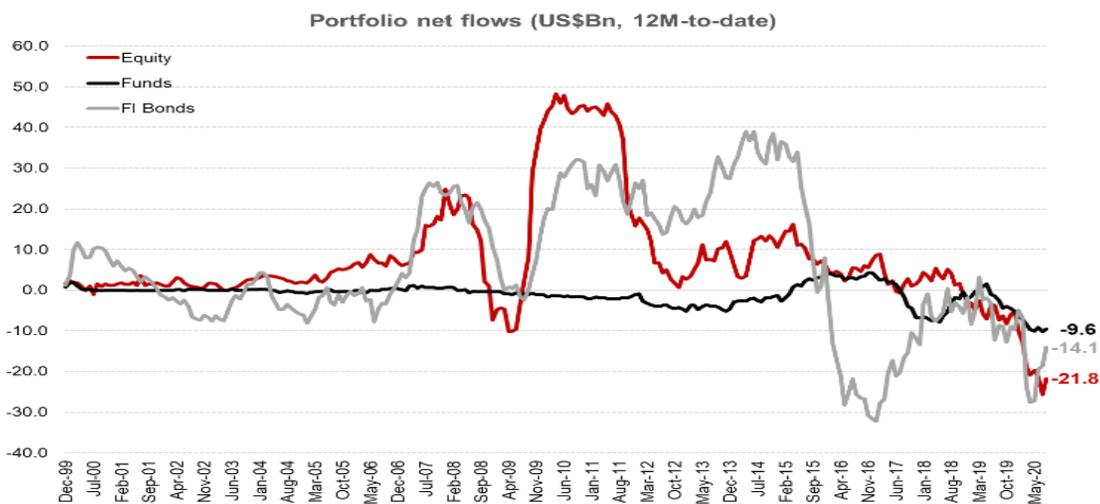
acumulado em 12 meses indicava que mais de US\$ 90 bilhões foram remetidos liquidamente por esse canal, contra 36 bilhões de ingresso líquido do câmbio comercial (exportações menos importações), com o buraco sendo parcialmente coberto por vendas das reservas do Banco Central.

Gráfico 1
Saldos do câmbio contratado: segmentos financeiro, comercial e total



Fonte: Banco Central (BC). Elaboração dos autores.

Gráfico 2
Fluxo líquido de ingresso de investimentos externos de portfólio – investidores estrangeiros – acumulado em 12 M



Fonte: Brazilian Central Bank; Santander.

O aprofundamento da fuga de capitais tende a ser limitado pelos juros externos em nível muito baixo e pelo próprio ajuste do câmbio nominal (provocado pela própria fuga), que tendem a acabar com a atratividade de trocar ativo local em reais por ativo externo. O preço a aceitar, se a saída de capitais não for estancada, é uma pressão transitória da inflação, acompanhada da deterioração da renda relativa dos mais pobres. Esse é o fator limitante de fundo, embora o quadro recente de quase depressão – logo, de baixo coeficiente de repasse (*passtrough*) do câmbio nominal aos preços – e de expectativas de inflação perto das metas ao longo de 2020 indicasse algum espaço para acomodar essa pressão, mesmo nos marcos do regime de metas de inflação atual⁴.

Apesar do potencial de ruído de curto prazo, dificilmente num quadro de depressão duradoura da atividade, e sem ter desajustes mais severos no balanço de pagamentos, a pressão do câmbio virará uma espiral de aceleração da inflação.

As opções são elevar o juro de curto prazo – isto é, para conter a fuga de capitais oferece-se mais retorno ante aos riscos percebidos pelos investidores, como o BC passou a fazer em 2021 – ou vender reservas em ritmo acelerado para mitigar a pressão da saída de capitais no câmbio. Esta última reduz a dívida bruta, mas ao custo de ampliar a vulnerabilidade externa, o que pode acelerar a fuga de capitais e acabar pressionando os prêmios de risco e rebater no próprio câmbio. Um cenário de corrida súbita de residentes para ativos externos faria a pressão sobre o câmbio explodir e/ou comer o colchão das reservas até nível crítico, podendo deslocar o câmbio para patamar julgado inaceitável pelo BC, pelos efeitos de curto prazo sobre inflação. Felizmente, os governos Lula e Dilma Rousseff fizeram o setor público transitar para posição comprada em dólares, enquanto as empresas não financeiras endividadas em moeda forte tendem a estar hedgeadas, segundo o relatório de estabilidade financeira do Banco Central⁵.

O reverso da medalha desse cenário hipotético de aprofundamento da fuga de capitais e de pressão inflacionária de curto prazo, via pressão no câmbio, é a redução estabilizadora do passivo externo líquido. A fuga de capitais hoje gera menor pressão de remessas no futuro de não residentes pelo canal financeiro – ajudando a ancorar os limites plausíveis de depreciação esperada no curto e médio prazo – principalmente em cenário em que as pressões inflacionárias líquidas forcem a política monetária a reagir, recolocando os juros domésticos de curto prazo em patamar igual ou maior do que os juros internacionais, acrescidos dos spreads soberanos precificados nos mercados externos.

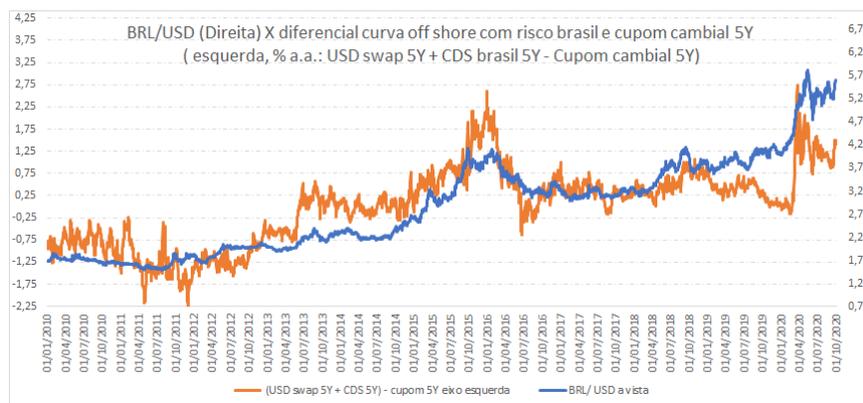
(4) Segundo estimativas de Banco Central do Brasil (2020c), uma depreciação cambial nominal de 10% gera pressão esperada na inflação (IPCA) de 0,7 ponto percentual ao fim de 4 trimestres, dissipando-se gradualmente doravante. Mesmo considerando o quadro observado no início de 2020, com a expectativa de inflação para o ano e para 2021 próximas da meta, um choque cambial de cerca de 20% poderia ainda assim ser acomodado dentro do limite superior das metas de inflação. Mesmo um choque mais extremo, com depreciação de quase 50% (próxima ao pico da depreciação nominal observada em maio de 2020, em relação ao nível do câmbio nominal observado no início de 2020), geraria uma pressão transitória de cerca 3,5% no IPCA, findo o horizonte de 12 meses – elevada, mas não apocalíptica, como sugere a retórica mais agressiva de alguns analistas em torno dos riscos fiscais e da dinâmica da inflação. Para a análise mais detida das pressões inflacionárias que puxaram o IPCA acumulado em 12 meses para cerca de 8,35% em junho de 2021 deve-se notar, além da trajetória do câmbio, a dinâmica dos preços das commodities em moeda forte e o efeito de estrangulamentos setoriais diversos, associados a dissincronia do ritmo de atividade e a desarticulação de algumas cadeias de fornecimento ao longo da pandemia. O aspecto mais crítico de tais pressões inflacionárias refere-se às suas implicações distributivas.

(5) Banco Central do Brasil (2020a). No gráfico 1.2.3.5 (crédito amplo por moeda e tipo de proteção cambial), o endividamento externo das empresas não financeiras expresso em reais equivalentes correspondia ao final de 2019 a cerca de 18,7% do PIB, dos quais apenas 3,1% do PIB referia-se a dívidas para as quais não foi identificado algum tipo de proteção cambial – seja hedge com o mercado, fluxo de exportações, suporte das matrizes ou ativos no exterior.

Vale notar o uso abusivo de argumentos que invocam a dimensão fiscal para justificar a trajetória do câmbio. A versão extrema é a ameaça de o regime de dominância fiscal⁶ estar na esquina. Uma deterioração fiscal deve ser espelhada em abertura relevante dos spreads de créditos negociados nos mercados de bônus e CDS, o que não ocorre mecanicamente. O efeito da deterioração da percepção de risco – supostamente em razão da trajetória do endividamento público em moeda nacional – deveria se expressar em alta dos spreads soberanos (diferença de retorno dos bônus da república em dólares e dos títulos do Tesouro americano). Se e somente se tal pressão nos spreads não for acompanhada por ampliação proporcional do retorno dos ativos domésticos em reais (Selic e juros de maior prazo), ela pode suscitar saída de capitais, depreciando o câmbio. Por diversos canais de arbitragem e especulação financeira, os movimentos do câmbio e de sua volatilidade possuem elevada correlação com os spreads soberanos negociados nos mercados off-shore de dívida e derivativos de crédito. Isso é visto no Gráfico 3, que compara a trajetória do câmbio ao diferencial entre os retornos dos ativos em dólar com risco Brasil negociados no exterior com o cupom cambial (a taxa de juros sintética em dólar negociada no país).

Tal dinâmica de fuga transitória de capitais, que tende em algum momento a estabilizar, seria bem distinta e mais destrutiva em quadro de desajuste patrimonial, caso parcela relevante da dívida pública estivesse denominada ou indexada à moeda estrangeira, assim como se as empresas estivessem fortemente expostas ao câmbio – o que não parece ser o caso na conjuntura atual, segundo o relatório de estabilidade financeira do BC.

Gráfico 3



Fonte: Banco Central (BC) e Bloomberg. Elaboração dos autores.

(6) A dominância fiscal se refere a um regime hipotético em que a deterioração da posição fiscal percebida pelos investidores é capaz de subordinar a operação da política monetária. A suposta fragilidade percebida da posição fiscal de um país faz com que, a partir de algum patamar crítico não especificável objetivamente, o efeito negativo de eventual alta dos juros nominais pelo BC sobre o custo e a dinâmica da dívida pública (denominada em sua própria moeda ou apenas em moeda externa?) domine o cálculo do investimento privado, suscitando elevação dos riscos de default embutidos nos spreads de crédito na dívida pública, em intensidade superior à elevação das taxas de juros nominais. No limite, se o risco de default soberano percebido cresce mais fortemente em razão da alta dos juros, e espera-se default iminente, a elevação, ainda que intensa, dos juros básicos passa a ser incapaz de atrair capital externo e estancar a fuga de capitais. A intenção de elevar os juros pelo BC para controlar a inflação passa a deteriorar, ao invés de melhorar, a relação risco/retorno percebida. A alta dos juros acirra a fuga de capitais e a pressão cambial, gerando mais (não menos) inflação. O BC supostamente perde a capacidade de controlar a dinâmica dos preços de bens e serviços via juros. A inflação segue um curso dado pelo câmbio e, em última instância, pela necessidade subjacente de acelerá-la o bastante para reduzir o estoque real de dívida pública para patamar consistente com os níveis de superávits fiscais que o mercado considera crível projetar em horizonte de longo prazo.

Em suma, o inadimplemento na dívida pública denominada em moeda nacional em um regime de moeda fiduciária é sempre o resultado de uma escolha política. É crível em cenário extremo, como um regime de alta inflação, em que o “default” seja entendido como um mal menor relativamente à monetização dos déficits, como no Plano Collor. É impensável na situação atual, que conjuga inflação muito baixa, depressão da atividade doméstica e posição relativamente confortável no balanço de pagamentos, com juros internacionais no chão e grande estoque de reservas internacionais.

O canal inflacionário seria ligado principalmente à trajetória do câmbio, com depreciação alimentada via fuga de capitais. O setor público ainda assim poderia dispor de alternativa menos amarga do que escolher inadimplir na dívida pública interna para estancar a sangria, como subir um pouco a Selic e/ou “pôr areia nas engrenagens”, limitando a saída de divisas pelo canal financeiro, via controle seletivo de capitais de residentes, por exemplo com ampliação relevante do IOF, cuja alíquota máxima hoje é de 25%, sobre determinadas operações de câmbio financeiro. A imposição de custo relevante para ajuste de portfólio, decorrente do próprio patamar estressado do câmbio e ou da tributação, pode servir como força de contenção significativa para a fuga de capitais por parte dos investidores locais, que carregam mais de 90% da dívida doméstica em poder do público. Em tal contexto, os residentes terão que escolher entre retorno baixo nos títulos públicos domésticos/compromissada, ou retorno negativo com a exportação de capitais.

De todo modo, foram tratadas hipóteses de como lidar com casos extremos. Porém, a volatilidade financeira, em especial a cambial, interfere no cotidiano da gestão da política econômica. Por exemplo, afeta o prêmio requerido na ponta longa da curva de juros em moeda local, o que impõe uma pressão pela elevação dos juros de longo prazo, afetando as condições de financiamento do investimento e da dívida pública. Mas os limites de ação das autoridades econômicas dependem do perfil do passivo externo líquido e do grau de mobilidade potencial dos capitais, em especial o concedido aos residentes.

2 A volatilidade cambial, suas razões e seus impactos

O câmbio afeta as dinâmicas da inflação e da distribuição de renda a curto prazo, via mudança de preços relativos⁷. No contexto brasileiro atual, a depreciação tende a ter efeito contracionista na demanda agregada a curto prazo, em especial pela corrosão real dos salários, que estão nominalmente estagnados pela recessão e sofrem com a pressão altista do câmbio e das commodities nos preços-chave de sua cesta de consumo. O câmbio também afeta a rentabilidade das exportações, o custo relativo das importações e da produção doméstica competitiva, a previsibilidade de custo dos componentes importados da produção, o contravalor em reais de ativos e passivos em moeda estrangeira, afetando a posição patrimonial do setor público e de empresas endividadas em moeda forte e não hedgeadas, bem como o preço dos bens de capital e o custo do investimento e de demais bens comercializáveis, afetando as margens de lucro praticadas nos setores sujeitos a competição

(7) Em relação à distribuição de renda, é preciso notar que os serviços, cujos preços domésticos são menos sensíveis ao câmbio, tendem a ter um peso maior na cesta de consumo das famílias mais ricas. Diante de depreciação intensa a “inflação” dos ricos tende a ser menor do que a inflação dos pobres.

externa. A volatilidade cambial ainda se associa ao nível de prêmio de risco embutido na curva de juros local em reais – por paridade descoberta de juros.

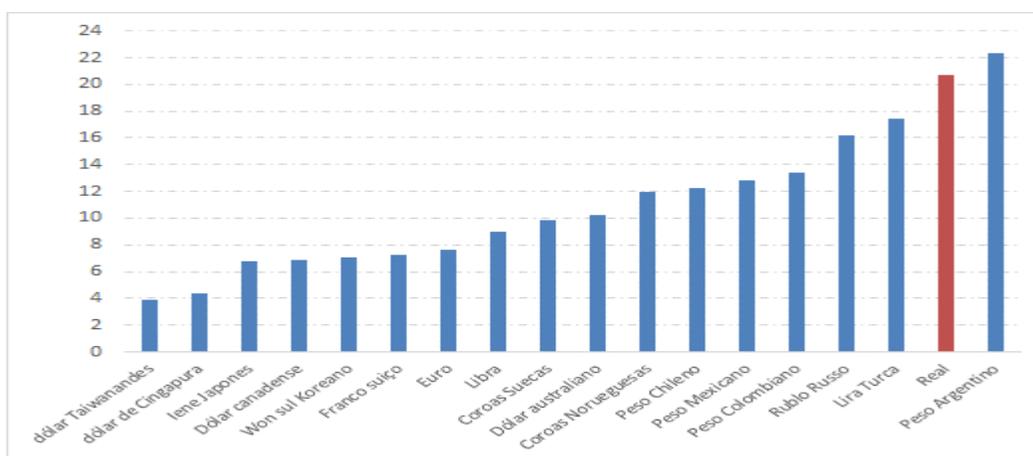
Com impactos tão amplos, a política cambial brasileira busca, entre outros objetivos nem sempre explicitados, reduzir a volatilidade desse preço-chave, ainda que sem perseguir um patamar específico. O suposto é que a volatilidade cambial excessiva acarreta efeitos adversos para o cálculo econômico de curto, médio e longo prazos, gerando custos decorrentes de ruído evitável agregado aos sinais econômicos transmitidos pelos preços.

Nesse sentido, é marcante a transição ocorrida no início do século em que o setor público passou de devedor a credor em moeda estrangeira, liquidamente comprado em dólar. Tal mudança desmontou um dos mecanismos de retroalimentação da instabilidade cambial. No passado, um choque externo pressionava o câmbio e se transmitia imediatamente para o estoque da dívida pública referenciada à moeda estrangeira, pressionando a relação dívida/PIB e deteriorando adicionalmente a percepção de risco soberano, pondo mais pressão no mercado cambial. Assim, houve uma mudança estrutural (nos fundamentos) de natureza estabilizadora. Após tal transição, um choque externo reduz a relação dívida/PIB e mitiga a percepção de risco ligada à visão da dinâmica fiscal.

Ainda assim, o Brasil segue sendo uma economia de elevada volatilidade cambial. Por exemplo, a pandemia trouxe um componente raro de incerteza que elevou a volatilidade de muitas moedas. Mas a volatilidade do Real tem sido maior do que a de outras moedas.

O Gráfico 4 a seguir compara a volatilidade implícita nos preços das opções cambiais com vencimento em um mês (1M) entre diversas moedas e o dólar americano. A volatilidade implícita do Real só é menor do que a do peso argentino, que estava sob forte stress associado à negociação da reestruturação de sua dívida externa com os credores do país.

Gráfico 4
Volatilidade implícita de 1M (%) – várias moedas contra USD – 02/09/2020



Fonte: Bloomberg

A diferença na volatilidade das moedas é ligada a muitos fatores. Entre eles estão o perfil de especialização e a complexidade das estruturas produtivas e do comércio exterior, bem como o grau de abertura comercial, a integração financeira, a profundidade dos mercados de derivativos locais, o nível e a composição do passivo externo líquido. Países de menor fluxo de comércio em relação ao produto precisam gerar variações mais intensas do câmbio real para induzir um ajuste de mesma magnitude na balança comercial, dadas as demais condições. E países mais dependentes de commodities tendem a estar expostos às oscilações mais intensas nos termos de troca, gerando via pressão nos fluxos comerciais maior volatilidade relativa em seus mercados de câmbio.

O grau de integração financeira externa e a profundidade dos mercados de derivativos locais também têm implicações relevantes. Sempre que investidores desejam expressar uma visão direcional de fortalecimento ou enfraquecimento do dólar em relação ao bloco de moedas de mercados emergentes, a maior profundidade dos mercados de derivativos cambiais em alguns países torna-os veículos preferenciais para a formação de posições especulativas. Países com maior grau de abertura financeira e maior liquidez dos mercados de derivativos cambiais tendem a observar oscilações mais pronunciadas nas taxas de câmbio bilateral, todo o mais constante, porque oferecem menor custo de transação para a constituição de posições especulativas alavancadas contra ou a favor do dólar.

A notável volatilidade cambial no Brasil, expressa no Gráfico 2 acima, relaciona-se, entre outros fatores, à progressiva especialização produtiva – observada desde os anos de 1990, com reflexo na concentração da pauta de exportações em commodities – e ao país ter um dos mercados de derivativos mais líquidos entre os “emergentes”.

Como dito, a essa diferenciação se sobrepõem diversos outros fatores, associados ao grau de vulnerabilidade externa e fiscal dos países, que explicam parte das diferenças entre as moedas. E há ainda a construção institucional específica em cada país.

Em um quadro de alta integração financeira, os limites à queda dos juros domésticos e à execução de políticas fiscais mais ativas, visando estabilizar o produto, são demarcados pela percepção de risco soberano, precificados nos mercados “off-shore” de “bonds” e derivativos de crédito. Considerando a adesão generalizada pelos BCs dos países ricos ao “afrouxamento quantitativo” e certo pessimismo quanto às perspectivas de estagnação secular, pode-se dizer que hoje, como regra geral nas economias centrais, um episódio de forte elevação da aversão ao risco produz fuga para a segurança, apreciando a moeda local, vista como porto seguro, e reduzindo o retorno na ponta longa de juros da dívida pública. Em economias periféricas, a aversão ao risco pressiona os spreads soberanos em moeda forte, tende a depreciar o câmbio e ampliar sua volatilidade, bem como elevar as taxas longas em moeda local, tanto pela pressão sobre o prêmio requerido na ponta longa da curva de juros quanto pelos efeitos da depreciação cambial nas expectativas de inflação.

A comunidade de investidores forma avaliações quanto à sustentabilidade da dinâmica fiscal e do balanço de pagamentos nos diversos países, pois são fatores chave nessas convenções para determinar a probabilidade percebida de inadimplemento nas dívidas soberanas, denominadas em moeda forte e negociadas em mercados secundários. Essas percepções evoluem, em sua complexa

interação com o ambiente político interno. Porém, é preciso salientar que a análise dos dados sugere que a maior parte da variância desses spreads soberanos está associada a fatores financeiros externos aos países, correlacionados às flutuações no apetite ao risco e à posição do ciclo financeiro externo. Isso gera uma alta correlação entre os movimentos dos spreads soberanos dos principais emissores emergentes⁸ – mesmo que eles possam operar em níveis distintos, em função da percepção de fragilidade relativa de suas posições fiscal e de balanço de pagamentos, segundo o filtro convencional da comunidade financeira internacional.

Esses padrões de reação demarcam o raio de manobra das políticas domésticas. Mas os limites podem ser alterados, a depender do perfil do passivo externo líquido, caso seja modificado o grau de mobilidade potencial dos capitais, em especial dos residentes.

Outro ponto importante é que a avaliação de risco é sempre relativa. Se um choque como a atual pandemia acarreta súbita deterioração da relação dívida/PIB de todos os países, não é óbvio que daí decorra um fator de piora na percepção de risco de todo o mundo. No limite, se todos emissores soberanos passassem pela turbulência com elevação equivalente do endividamento público, o risco relativo precificado nos mercados de crédito internacional não necessariamente deveria se alterar.

Novamente, a maior profundidade e maior liquidez de determinados mercados de dívida soberana (e de derivativo de créditos associados) acentua a intensidade relativa das oscilações em alguns mercados relativamente aos demais emissores.

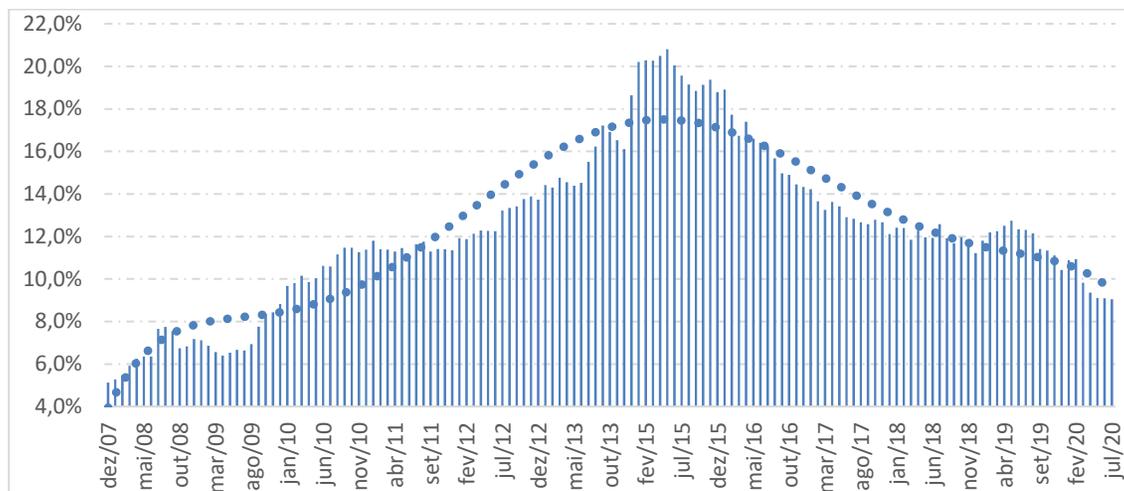
No quadro atual de alta incerteza, a retórica convencional invoca os riscos de rolagem da dívida pública interna e o espectro da intensificação da fuga de capitais para defender uma prematura consolidação fiscal⁹, antes de se completar a recuperação econômica. Tal retórica sugere que, além do patamar dos juros domésticos, é o grau de mobilidade de capitais – em especial conferida aos residentes, que carregam mais de **90%** da dívida mobiliária federal em poder do público – o fator subjacente que delimita o espaço percebido para a execução das políticas monetária e fiscal contracíclicas no contexto atual.

(8) Ver Aidar e Braga (2020).

(9) A ampliação do espaço de financiamento dos déficits não suscita só a discussão sobre eventual adequação transitória dos mecanismos de controle de capitais e políticas de gestão da dívida pública do Tesouro, em coordenação com o BC. Apesar de não ser o foco do artigo, o impacto das políticas monetária e fiscal sobre o câmbio ainda dependerá criticamente do redesenho das regras fiscais e da capacidade de ancorar as expectativas ao redefinir em base crível um horizonte de longo prazo para a estabilização da dívida pública. Assim, é preciso discutir o que por no lugar do atual teto, que prevê o congelamento dos gastos primários em termos reais e sua compressão tendencial em proporção do produto, visto crescentemente como insustentável, além de inadequado no pós pandemia às necessidades da recuperação. Poderia ser desenhado um mecanismo alternativo de limite legal ao crescimento dos gastos primários, com espaço mais flexível para investimentos, a ser conjugado à revisão de benefícios e isenções e a intensificação do esforço de arrecadação (concentrado nos mais ricos), com a taxa de crescimento máxima dos gastos primários sendo calibrada em função da distância do pleno emprego ou de alguma proxy do hiato de produto (maior hiato e/ou desemprego abre maior espaço para o crescimento do gasto primário. Menor hiato/desemprego reduz o espaço para o crescimento do gasto primário).

Gráfico 5

Participação dos não residentes na dívida mobiliária federal sob administração do Tesouro Nacional em poder do público



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

As conjecturas sobre o “espaço fiscal” usualmente assumem um arranjo institucional que define alto grau de mobilidade de capitais aos residentes. Assume-se, ainda que de forma tácita, que a escolha pública desejável deve sacrificar a capacidade de o Estado operar políticas expansivas, e absorver a pressão transitória sobre a relação dívida/PIB, requerida para vertebrar a recuperação da renda e do emprego em quadro de elevada ociosidade no uso dos fatores produtivos, em nome da preservação da liberdade dos residentes perseguirem a diversificação internacional de suas carteiras. O elevado grau de mobilidade de capitais oferecido aos residentes gera benefícios aos detentores da riqueza, derivados da diversificação potencial de seus portfólios. Todavia, essa liberdade de movimentação de capitais pode ser vista também como fonte de externalidade negativa, geradora de excesso de volatilidade cambial, de riscos de contágio financeiro externo e limitadora do espaço disponível para o desenho de políticas fiscais de estabilização do emprego e da renda.

3 Especulação e fundamentos

Esta seção busca mostrar como a especulação sob ampla mobilidade de capitais tem sido uma fonte de externalidades negativas para a economia brasileira. Em seguida, é feita uma discussão teórica associada à especulação: o conceito de fundamentos e a reflexividade entre o mercado financeiro e a economia real.

3.1 Externalidades positivas e negativas da especulação

A presença de especuladores costuma ser saudada (muitas vezes pelos próprios) como desejável, fonte de uma externalidade positiva em que a busca de ganhos nos mercados financeiro e de capitais provê liquidez e opções de financiamento ao setor produtivo. No entanto, não está claro qual benefício social advém dos riscos tomados na atual onda de especulação cambial alimentada, entre outros, pela indústria local de fundos.

Os ganhos de diversificação de carteira para investidores e especuladores privados associam-se a custos sociais de amplificação da volatilidade cambial e majoração dos riscos de contágio decorrentes de choques externos, que impactam a liberdade de execução de políticas fiscais e monetárias focadas na estabilização dos preços, do produto e da renda.

O problema é agravado porque as estratégias de investimento da indústria local de fundos são pouco diversificadas, com prevalência de movimentos quase unidirecionais. A saída do capital estrangeiro, com a perda de atratividade do *carry trade* e a menor exposição em renda variável, aumentou o peso relativo dos fundos multimercados nas dinâmicas do mercado cambial, bem como de renda fixa e variável¹⁰. Esses fundos, de elevado apetite a risco, que são os “*hedge funds*” locais, cresceram fortemente no cenário de queda dos juros básicos e atingiram atualmente patamar de cerca de R\$ 1,3 trilhão em ativos sob gestão. Eles frequentemente usam estratégias “grafistas” na gestão das carteiras, em que as posições especulativas são calibradas em função da extrapolação de tendências observadas nos preços dos ativos – o que ajuda a amplificar a sua volatilidade.

A liquidez diária da indústria local de fundos também agrega volatilidade aos mercados de renda fixa. Os fundos multimercado e de crédito privado, em particular, têm mandato para tomada agressiva de risco, mas como o resto da indústria, esbarram nos limites da liquidez diária. Num momento de crise, a marcação a mercado dos ativos gera retorno negativo das cotas dos fundos e apavora parte de seus detentores, gerando resgates líquidos em momentos de pressão nos mercados.

A prevalência de estratégias de gestão de risco apoiadas em métricas procíclicas como o VAR (medida de valor em risco baseada na volatilidade e correlação dos ativos) amplifica a volatilidade dos preços¹¹. Quando um choque faz os preços oscilarem mais fortemente, o VAR e as perdas efetivas

(10) A hipótese sobre o maior peso relativo dos fundos multimercados conjugada à retração do investidor externo como explicação do “excesso de volatilidade” nos mercados cambiais observado recentemente foi enunciada em: “Macro Keys: Brazil – Taking a second look at BRL”, Relatório do banco UBS de 2 de julho de 2020, por Tony Volpon, Roque Monteiro e Fábio Ramos.

Outro aspecto técnico que merece destaque como gerador de excesso de volatilidade é o ajuste das posições de *overhedge* dos bancos brasileiros com subsidiárias no exterior. Até recentemente existia assimetria no tratamento tributário aplicável entre tais investimentos no exterior, que representam posição comprada em câmbio, e o aplicável aos derivativos usados para equilibrar a posição cambial dos conglomerados bancários (via posição vendida em dólar futuro na B3). Os ganhos cambiais nesses ativos em moeda forte não eram reconhecidos como receitas tributáveis e as perdas não geravam despesas dedutíveis. Nos derivativos usados para *hedge* os ganhos geravam receitas tributáveis e as perdas eram dedutíveis nas bases de cálculo de IR, CSLL, PIS e Cofins – com alíquota nominal da ordem de 45% da margem bruta de intermediação apurada. Para equilibrar tal assimetria e gerar um *hedge* mais balanceado, os bancos precisavam montar posições vendidas em dólar futuro em múltiplos do valor contábil do investimento nas subsidiárias – o “*overhedge*”. Assim, os ganhos ou perdas líquidas de efeitos tributários dos derivativos se iguala ao observado nos ativos no exterior. Mas, sempre que um choque externo gera forte depreciação cambial – gerando perdas súbitas e relevantes nas posições de *hedge* (vendidas em dólar futuro na B3) – e o volume de despesas tributárias geradas se aproxima do limite da capacidade de absorção fiscal dos balanços (volume de resultado gerador de receitas tributáveis), o acúmulo desses prejuízos, não sendo mais passível de compensação imediata com outras receitas tributáveis, vira um gatilho para um movimento de manada dos bancos correndo para fechar as posições vendidas do *overhedge* – via compra de dólar futuro –, o que acabava se transformando em relevante vetor de amplificação técnica da pressão observada em cenários de stress e da depreciação cambial associada. Tais regras foram alteradas na pandemia mas a transição para a equalização do tratamento tributário ainda está em curso, restando cerca de 50% do estoque dos investimentos cujo tratamento fiscal deverá ser harmonizado até o final de 2020, o que ainda poderá gerar pressão compradora de dólares no mercado futuro a curto prazo (Ver Banco Central do Brasil, 2020b).

(11) Ver Alexander; Eatwell; Persaud e Reoch (2007). A difusão do uso de técnicas de gestão de risco como o VAR – especialmente para investidores com perfil de *funding* mais estável e de longo prazo, como fundos de pensão, candidatos naturais a atuarem como fatores de estabilização da demanda por ativos em contextos de *overshooting* e stress de mercado – é apontado como fator de ampliação da volatilidade potencial dos mercados. Os reguladores deveriam incentivar os investidores institucionais a usar técnicas diversas de gestão de risco para evitar tais efeitos pró-cíclicos adversos e a amplificação de volatilidade.

precisam ser limitadas (*stop loss*), frequentemente para evitar uma corrida de saques. Mas a busca massiva dos fundos por se desfazer dos ativos de forma concentrada no tempo cria um danoso mecanismo de retroalimentação das vendas, gerando nova pressão sobre os preços. A ampliação progressiva e gradual dos orçamentos de risco na fase ascendente do ciclo eclode em descarga muitas vezes súbita e abrupta das posições desejadas. A tentativa de redução súbita da exposição ao risco pressiona adicionalmente o preço dos ativos e amplia sua volatilidade e o VAR das posições, gerando nova rodadas de vendas motivadas pela intenção de reduzir risco das carteiras. A especulação se torna em fator de amplificação da volatilidade, fonte de instabilidade que pode ser vista como uma espécie de externalidade negativa, impondo custos a terceiros.

3.2 Fundamentos e a reflexividade entre mercado financeiro e economia real

A consolidação fiscal prematura é uma escolha política, que traduz as preferências distributivas de grupos de alto poder político e influência decisiva nos rumos do debate público. Mas são enunciadas por seus defensores como expressão de um imperativo da realidade e da responsabilidade, quase uma lei natural. São os fundamentos!

Conceitualmente, os fundamentos são identificados com a dotação de recursos naturais e fatores produtivos, preferências, o acúmulo de meios de produção, conhecimentos, a capacidade de geração, absorção e difusão de progresso técnico, a robustez, a eficiência e a resiliência de instituições diversas, assim como a posição e a sustentabilidade financeira e patrimonial de empresas, famílias e setor público. São vistos como mapeando para um ou vários equilíbrios potenciais, frequentemente entendidos como atratores estáveis, que ancoram os preços de fatores, bens e serviços, bem como de ativos financeiros.

É preciso ter em conta que a própria estrutura financeira é parte dos fundamentos de uma economia. Dinâmicas autorreferenciadas no preço dos ativos financeiros podem produzir, por exemplo, efeitos patrimoniais irreversíveis que alteram os demais fundamentos. Se um cenário de pânico financeiro gera contração abrupta do crédito privado – e essa falha de coordenação não for sanada por intervenção corretiva do poder público –, empresas estranguladas por falta de liquidez, ainda que solventes em condições de funcionamento normal dos mercados, podem ser lançadas à falência, acarretando destruição de capital e conhecimentos acumulados, alterando os próprios fundamentos que deveriam ancorar os preços de equilíbrio. Passado o pânico, o efeito destrutivo do exagero das reações não permite retornar ao equilíbrio anterior.

O jogo financeiro é em boa medida uma rede de percepções interconectadas, que evolui convencional e hermeneuticamente. As expectativas são baseadas em interpretações dos agentes sobre o estado da economia e da sociedade construídas a partir de um diálogo complexo entre muitos atores. Como já indicou o financista George Soros, os resultados observados na economia real afetam as percepções e as expectativas dos agentes, com peso especial para os gestores/detentores da riqueza. As percepções guiam suas decisões de portfólio. O resultado agregado dessas decisões define a trajetória do preço dos ativos.

Ao mesmo tempo as percepções – formadas com elevada margem de elasticidade “hermenêutica” – interferem nas decisões de carteira e de emprego, produção e de investimento das empresas, afetando os resultados econômicos observados. As finanças e a economia real operam em

interação complexa formando um sistema com *feedback* positivo que Soros designou como reflexividade – percepções afetam resultados e resultados afetam as percepções, coevoluindo em uma dança autorreferenciada.

Os fundamentos são, em certa medida, uma miragem nesse jogo reflexivo. Os agentes analisam os dados econômicos, mas o fazem frequentemente com base em lentes convencionais e apoiados numa base de conhecimento sobre a economia que evoluiu como resultado de interpretações sobre o seu estado e perspectivas futuras que emergem em uma rede de narrativas e interações discursivas, influenciadas pelo desempenho observado nos dados e, entre outras coisas, por interesses de classe e por barganhas distributivas diversas implícitas nos debates sobre as políticas públicas.

As crenças compartilhadas dos principais atores privados – os detentores de riqueza e seus gestores de patrimônio – são capazes por si só de sustentar ciclo de valorização ou de desvalorização de ativos por algum tempo, à medida que os levam a tomar decisões de portfólio compatíveis com suas hipóteses. É, por exemplo, o que ocorreu no Brasil nos últimos anos, com o descolamento entre o desempenho da bolsa de valores e da economia real. A crença de que as reformas liberalizantes e de austeridade fiscal trarão as bases para o crescimento de longo prazo, conjugadas ao seu viés redistributivo em favor da maior participação dos lucros na renda e à queda das taxas de juros, fez a bolsa se valorizar, em parte ao projetar ganhos futuros que suplantaram as dificuldades apontadas pela frágil recuperação econômica nos anos seguintes aos tombos de 2015 e 2016.

A fragilidade da base de conhecimento sobre o futuro reforça a tendência dos mercados a se moverem em manada e dos participantes a se apoiarem em comportamentos e critérios de decisão convencionais, em quadro marcado por imperfeições e assimetrias de informação. A isso se soma a rigidez institucional e os efeitos da durabilidade variável dos meios de produção, capacidade de cálculo e processamento de informações limitadas, gerando propensões procíclicas emanadas do mundo da finança privada – que costuma amplificar o movimento no preço dos ativos, em especial no caso de grandes choques. O excesso de volatilidade resultante tem consequências econômicas deletérias para as decisões de investimento de longo prazo, de produção, a renda e o emprego.

A natureza “hermenêutica” do processo de formação dos preços dos ativos nos mercados financeiros pode ser identificada na tediosa exegese que segue à divulgação das atas do Comitê de Política Monetária (Copom). As sutilezas de pequenas alterações na redação dos comunicados são exaustivamente discutidas e as interpretações que emergem no “círculo hermenêutico” da Faria Lima definem o sinal extraído sobre o curso futuro da taxa básica de juros, afetando as decisões dos *traders* e o formato da ETTJ.

É curioso contrapor a complexidade da transformação de “informações” e dados sobre o presente em expectativas do futuro – dinâmicas marcadas por densa rede de interações discursivas, muitas vezes em disputa – ao absurdo da hipótese ortodoxa da “escolha racional”, relativa ao axioma da “completude” apriorística das preferências de indivíduos racionais, tomando decisões sob isolamento radical. O axioma da completude das preferências, aparentemente inofensivo, assume que, num mundo de alta complexidade e incerteza, os indivíduos sabem tudo o que precisam para tomar decisões envolvendo um ranking completamente ordenado sobre as opções de escolha. Isso joga para

baixo do tapete as questões epistemológicas mais relevantes sobre o processo em que os agentes apreendem e formam uma compreensão do mundo e conjecturam o futuro.

4 Ideias para uma regulação estabilizadora: incentivar a diversidade de visões e de estratégias de investimento

O poder público deve intervir para evitar a formação de posições e desincentivar práticas que retroalimentem a instabilidade nos mercados. Deve-se perseguir um ecossistema institucional com diversidade dos critérios de avaliação e de estratégias de investimento.

O BC e a CVM (Comissão de Valores Imobiliários), como reguladores, podem, por exemplo, exigir informação periódica de bancos e fundos de investimento, em especial os multimercados, que sejam atuantes nos mercados de derivativos referenciados ao câmbio, especialmente os que operam com opções, visando identificar as posições especulativas.

Em particular, para mapear a posição técnica e os riscos associados à estabilidade dos mercados, deve-se estar atento à evolução das “gregas” dos portfólios de opções. Gregas é o nome dado às variáveis que definem a sensibilidade do preço da opção a mudanças no preço do ativo subjacente (delta), ou à volatilidade (vega) ou à taxa de juros (ρ). São tais referências que vão dizer como o operador vai reagir a mudanças nas condições de mercado para “imunizar” o valor do portfólio às oscilações nos preços de mercado.

Essas opções são frequentemente objeto de uma operação chamada “delta hedge” por parte do seu lançador. O agente – usualmente um banco – que vendeu a opção descoberta para um cliente (sem ter o ativo que se comprometeu a potencialmente vender no futuro) promove o rebalanceamento de sua carteira, opera no mercado a vista do ativo subjacente para neutralizar o risco de mercado gerado com a venda da opção. Por exemplo, uma posição vendida numa opção de compra de dólar, acrescida de delta unidades compradas nesse ativo subjacente, gera um portfólio cujo valor agregado é insensível a movimentos suaves da taxa cambial. O efeito no preço da opção é compensado pelo efeito simétrico no preço dos ativos associados. Em alguns casos, o rebalanceamento do hedge requer que o banco vendedor de opção cambial reaja a uma queda (alta) do preço vendendo (comprando) dólar no mercado de câmbio à vista. O preço de mercado da opção também reage a mudanças da própria volatilidade, das taxas de juros e do preço do ativo subjacente, assim como depende do preço de exercício e do prazo até o vencimento.

O diabo é que em muitos casos, se o dólar se deprecia, o delta hedge impõe vender dólares em um mercado em queda, amplificando o movimento de preço original. Em outros casos pode existir o efeito oposto – o rebalanceamento do hedge requer comprar em mercado em queda (e vender em mercado em alta) – ajudando a estabilizar os preços.

As posições procíclicas não geram grandes problemas em contextos de variações suaves no preço dos ativos. Porém são perigosas em caso de choque intenso, quando o movimento original dos preços tende a ser acompanhado da redução da liquidez no mercado à vista do ativo subjacente. Com um forte choque externo, as linhas de crédito internacionais secam pela aversão ao risco, pressionando os spreads e retraindo os limites quantitativos de exposição de estrangeiros no país – o que pode afetar negativamente a liquidez no segmento financeiro. O fechamento de câmbio de exportação também

cai, pois exportadores esperam novas desvalorizações para internalizar suas divisas. Seca assim a liquidez do mercado à vista e os bancos expostos em opções cambiais são forçados a rebalancear o hedge em um mercado que perdeu profundidade. As ordens de venda automáticas são executadas e geram pressão adicional sobre os preços, demandando novas vendas para o rebalanceamento do hedge. Tais movimentos costumam acionar ainda a chamada de margem nos mercados de derivativos e pressionam a posição de caixa das unidades financeiras expostas, em cenários de maiores incerteza e preferência pela liquidez. Investidores pressionados pelas chamadas de margem vendem mandatoriamente ativos cuja liquidez secundária tende a evaporar, como no caso dos mercados de crédito privado, ampliando a volatilidade e os spreads de crédito e liquidez associados.

No caso das opções cambiais de bancos, uma forma de atuação da regulação prudencial é vincular a alocação de capital de cada carteira ao seu efeito de amplificação ou amortecimento dos preços – vinculando a oneração de capital às “gregas” desse portfólio. Pune-se com uma maior oneração de capital as posições de bancos em opções cujo rebalanceamento dinâmico gere amplificação técnica da volatilidade. Inversamente, premia-se com menor exigência as posições que exerçam efeito estabilizador.

O mesmo princípio pode ser aplicado em outras estratégias de investimento geradoras de amplificação da volatilidade dos ativos. Bancos e investidores institucionais que usam algoritmos de negociação eletrônica para gestão de recursos poderiam ser obrigados a classificar as carteiras em tipologias básicas, identificando as estratégias operadas. Assim, seria possível ao regulador ajustar a oneração de capital regulamentar aplicável, desestimulando as estratégias em que os algoritmos de negociação são calibrados para surfar tendências observadas, comprar ativos em alta e vender ativos em baixa (“grafistas”, “trend following” ou “momentum”), ajudando a amplificá-las, e desonerar as estratégias “fundamentalistas” – em que o gestor busca expressar uma visão sobre o valor relativo e fundamental dos ativos operados na carteira, – ou contracíclicas, em que os investidores esperam comprar ativos em cenários de stress de mercado para vender em contexto de menor nervosismo, operando o *overshooting* na ponta estabilizadora.

É possível desenhar uma oneração de capital variável, visando incentivar a diversificação de estratégias e encarecer relativamente os produtos ofertados pelos bancos que geram amplificação técnica da volatilidade. O regulador poderia prever o ajuste automático do fator de ponderação ao risco (FPR no cálculo da Exposição para fins de Basileia) em função do peso relativo de tais estratégias no ecossistema de investidores institucionais (razão entre os ativos sob gestão baixo tais estratégias amplificadoras de volatilidade no estoque de ativos totais sob gestão na indústria financeira local, por exemplo).

Algo análogo pode ser adaptado à indústria de fundos. A CVM poderia criar um adicional sobre o montante de margem exigido pela B3, usando uma variável que reflita a concentração observada na indústria financeira de estratégias de investimento procíclicas.

Ao limitar o potencial de alavancagem das posições via derivativos dos investidores que surfam a onda, sem mexer nas que nadam contra a maré, essas regras desincentivariam a concentração em estratégias/posições geradoras de excesso volatilidade. Se cresce o peso de investidores usando o mesmo tipo de estratégia de investimento *backward looking* – relativamente ao volume total dos recursos sob gestão –, então a oneração deveria crescer proporcionalmente, de forma a estimular a

diversificação de estratégias, minorando os incentivos para formação de padrões de reação de mercado unidirecionais, em movimentos amplificadores da volatilidade por razões puramente técnicas.

Outra discussão a ser aprofundada é a incorporação de opções cambiais na “caixa de ferramentas” do BC, de forma que ele mesmo possa comprar e vender esses instrumentos no mercado e “armar” uma posição técnica estabilizadora das carteiras, modulando indiretamente os movimentos de “delta hedge” dos bancos lançadores das opções.

Uma metáfora é com a distribuição do peso em uma embarcação. Qualquer choque que desvie subitamente o centro de massa para um lado enverga o navio. É necessário “programar” parte da tripulação para reagir de maneira automática e estabilizadora, orientando-a a mover-se em sentido contrário à manada, para reduzir os riscos de naufrágio e minorar a amplitude do processo oscilatório de volta ao equilíbrio.

De maneira geral, é desejável ter uma estrutura de incentivos para as carteiras dos bancos que onere o capital regulatório alocado nos instrumentos e estratégias de investimento financeiro pró-cíclicos e alivie as exigências das estratégias contracíclicas.

Para os fundos multimercado/crédito privado, que não operam com capital regulatório, um caminho seria a CVM impor a existência nos regulamentos de um gatilho para limitar sua liquidez diária. Pode ser criado um índice de volatilidade com base na marcação a mercado das cotas. Se o índice tem um salto abrupto, dispara-se o bloqueio automático e temporário de saques pelos cotistas naquele nicho de fundos, acima de um valor como R\$ 100/500 mil. A concorrência impede que um fundo estabeleça individualmente essa cláusula, mas como regra do mercado ela mitiga corridas de saques, freando a dinâmica liquidacionista em manada das posições de risco em momentos de pânico, que amplifica o efeito de choques e impõe perdas irreversíveis aos cotistas com “sangue frio”. Estes últimos evitam os saques em horas críticas da marcação a mercado das cotas e acabam absorvendo perdas decorrentes da concentração de saques de terceiros, no auge do “overshooting”. A médio prazo tal limitação tende a ser positiva para os próprios cotistas.

Mas a atuação estabilizadora precisa ser ampla. Não basta regular os mercados. É preciso discutir custos e benefícios do controle seletivo sobre capitais, em especial de residentes (os de não residentes tendem a ser necessários para financiar o balanço de pagamentos) e ter atores públicos atuando sistematicamente para poder exercer força estabilizadora. É crucial rediscutir os limites de aquisição de ativos no exterior por residentes.

A Instrução CVM n. 555 estabelece o limite de 20% do patrimônio líquido para os fundos de renda fixa (40% para fundos voltados a investidores qualificados), multimercado e de ações. No caso do Fundo Renda Fixa-Dívida Externa, a regra permite investimento ilimitado em ativos no exterior. Enquanto o diferencial de juros interno e externo era expressivo isso não acarretou em forte exportação de capitais. Hoje, tais limites deveriam ser revisados, reduzindo a capacidade e ampliando os custos de transação para os residentes remeterem recursos ao exterior.

Os não-residentes são detentores de menos de 10% do estoque de dívida mobiliária federal em poder do público. Assim, a imposição de limites mais restritivos à aplicação de residentes no exterior amplia o espaço fiscal para a condução de políticas expansivas em conjuntura crítica. Os

ganhos potenciais para os detentores da riqueza financeira, derivados das oportunidades de diversificação internacional dos portfólios, tem como contrapartida a erosão dos graus de liberdade no manejo das políticas fiscal e monetária, além da amplificação da volatilidade cambial e dos riscos de contágio externo.

A imposição de limites mais restritivos às aplicações de residentes no exterior e da tomada de risco cambial é uma força indutora para que a ampliação dos orçamentos de risco dos residentes, em busca de retorno face à queda do juro local de curto prazo, seja canalizada preferencialmente para instrumentos financeiros que gerem alongamento de prazos e redução do custo de capital das empresas brasileiras em reais nos mercados domésticos (diretamente ou sustentando demanda para a ponta longa dos títulos públicos).

Por fim, os bancos públicos, em particular de desenvolvimento (BDs), têm papel crítico na estabilização dos ciclos de crédito, devendo ademais usar suas posições de tesouraria para dar vazão ao maior apetite para tomada de riscos “anticíclicos”. Isso ocorre porque os BDs dispõem de base de funding institucional e capital mais estável do que os entes privados. A missão pública significa que deveriam contar com o suporte contingente do controlador para dar consequência à ação estabilizadora em cenário de stress. O suporte do controlador contribui para ter maior capacidade de absorver a volatilidade conjuntural na marcação a mercado das posições de tesouraria e para ter “estômago” para riscos não palatáveis a terceiros, ajudando a estabilizar os preços dos ativos. Sua atuação como emprestador direto ao setor produtivo ajuda a amortecer as flutuações na severidade das restrições de crédito de fontes privadas observadas ao longo do ciclo econômico.

Os bancos públicos também podem assumir um papel de formador de mercado (“market maker”) de última instância, ajudando a prover liquidez para mercados secundários sob stress. Essa ação precisa de suporte de liquidez da autoridade monetária, podendo exercer tal papel com vantagens em relação à intervenção direta do BC em mercados de crédito privado, por exemplo, por não impactar a dívida líquida do setor público ao comprar ativos de crédito privado para tesouraria, e por dispor de estrutura e conhecimento especializado para atuar em mercados secundários mais críticos.

Sua missão institucional tem foco no retorno social (e não só no privado). Suas ações miram resultados em horizontes mais largos. É um capital paciente, mais estável e com mais apetite por riscos não palatáveis a entes privados. Os bancos de desenvolvimento precisam ser atores relevantes para manter um ecossistema de instituições financeiras marcadas pela diversidade de critérios de avaliação, disposição e capacidade de atuação contracíclica, o que exige que atuem e tenham relações no mercado sob sol e sob chuva.

As ideias discutidas neste texto são pontuais e meramente ilustrativas de um princípio mais geral que deveria presidir esforço horizontal de reforma e aprimoramento da institucionalidade e regulação financeira em vários níveis. Deve-se desenhar arranjos institucionais mitigadores do excesso de volatilidade, visando, na trilha de Mynsky (1986), “estabilizar uma economia potencialmente instável”.

Considerações finais

Este artigo buscou analisar como a dinâmica privada de alocação da riqueza financeira condiciona o uso da política fiscal pelo governo federal, descrevendo instrumentos e estratégias de

gestão financeira dos principais protagonistas: as autoridades econômicas, os bancos, os investidores institucionais e os fundos de investimento.

Uma questão inicial, que se tornou mais evidente por conta dos efeitos da pandemia do covid-19 na atividade econômica, é se há risco de inadimplimento da dívida pública federal denominada em moeda local. Foi mostrado que as autoridades monetárias têm instrumentos elásticos para gerir a dívida, ainda que ao custo de temporariamente encurtar seus prazos de vencimento. Nesse sentido, o inadimplimento por incapacidade de pagamento tem um risco praticamente nulo, sendo sempre fruto de uma opção política, que pode fazer sentido em cenários extremos de alta inflação, como alternativa à monetização dos déficits. Porém, atualmente o Brasil está muito longe dessa situação.

O governo central, em razão dos seus poderes de senhoriação na emissão de uma moeda fiduciária e de tributação, é o principal protagonista dos mercados financeiro e de capitais, mas os investidores também têm poder de mercado e podem provocar volatilidade financeira demasiada, em especial via a possibilidade de fuga de capitais, o que pressiona a taxa de câmbio, um preço-chave da economia com o poder de frustrar os esforços de retomada das políticas monetária e fiscal.

Nesse aspecto, são cruciais as convenções privadas (as expectativas) em sua complexa interação com os “fundamentos” da economia – no caso, em relação à sustentabilidade da política fiscal e da dívida pública –, as estratégias de gestão do risco (e de especulação) dos detentores da riqueza e o grau de liberdade na movimentação de capitais. Se os agentes privados sempre buscam caminhos (inovações financeiras) para ampliar essa mobilidade e, logo, seu poder de mercado, as autoridades monetárias têm evidentemente a capacidade de, via regulamentação e tributação, gerar barreiras legais e incentivos que estimulem a diversificação das estratégias de investimento e das visões de mercado, mitigando o excesso de volatilidade financeira e ampliando os graus de liberdade no manejo das políticas fiscal e monetária, voltadas a estabilização do produto, da renda e do emprego.

Por isso, a última seção discutiu ideias para uma regulação mais estabilizadora. Tal esforço foi evidentemente preliminar. De todo modo, o texto buscou mostrar que essa é uma agenda institucional e de pesquisa que merece ser mais bem explorada.

Bibliografia

AIDAR, G.; BRAGA, J. Country-risk premium in the periphery and the international financial cycle 1999-2019. *Investigación Económica*, v. 79, n. 313, p. 78-111, 2020.

ALEXANDER, K.; EATWELL, J.; PERSAUD, A.; REOCH, R. *Financial supervision and crisis management in the EU*. European Union Policy Department, Economic and Scientific Policy, 2007. Available at: <https://silo.tips/queue/financial-supervision-and-crisis-management-in-the-eu>. Accessed: Nov. 30, 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Estabilidade Financeira*, v. 19, n. 1, abr. 2020a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/ref/202004/RELESTAB202004-refPub.pdf>. Acesso em: 25 nov. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Estabilidade Financeira*, v. 19, n. 2, out. 2020b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/ref/202010/RELESTAB202010-refPub.pdf>. Acesso em: 25 nov. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Inflação*, set. 2020c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202009/ri202009p.pdf>. Acesso em: 23 ago. 2021.

CARVALHO CARDIM, F.; SICSÚ, J. Controvérsias recentes sobre controles de capitais. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 24, n. 2, p. 163-185, 2004. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0101-31572004-1620>. Acesso em: 25 nov. 2020.

HULL, John. C. *Opções, futuros e outros derivativos*. Bookman Editora, 2016.

KEYNES, J. M. *A teoria geral do emprego, do juro e do dinheiro*. Abril Cultural, 1983.

MINSKY, H. P. *Stabilizing an unstable economy*. Paper: Hyman P., 1986. (Minsky Archive, 144).

SOROS, G. *O novo paradigma para os mercados financeiros: a crise de crédito de 2008 e as suas implicações*. Coimbra: Almedina, 2008.