

Financiamento de Longo Prazo e *Hedge* Cambial

Márcio G. P. Garcia¹

Ainda com quase 500 mortes diárias, aos trancos e barrancos, a pandemia dá sinais de arrefecimento. O desemprego, altíssimo, começa a baixar lentamente, com a retomada de várias atividades do setor de serviços. A esperança dominante é de que a vida pode estar voltando ao normal, seja lá o que isso possa significar.

Com a pandemia passando e as eleições se aproximando, é desejável que o debate volte a se concentrar nos grandes problemas do país. Na economia, o eterno enigma de como deslanchar o crescimento sustentado ocupa o lugar principal.

Em termos macroeconômicos, o Brasil é um país que investe e poupa pouco. O aumento do investimento necessário para alavancar o crescimento no futuro deverá fazer uso da poupança externa, ainda farta e barata, como sempre ocorreu nos ciclos recentes de crescimento. Coloque-se, portanto, a questão do risco cambial. A alta volatilidade do real representa elevado risco para os investidores. O risco cambial deprime o investimento de longo prazo, e, conseqüentemente, o crescimento econômico.

Viabilizar condições financeiras para atrair o financiamento estrangeiro para projetos de longo prazo, notadamente de infraestrutura, é tarefa fundamental para retomar o crescimento econômico. Quando uma empresa atuando no Brasil contrata um financiamento em dólar, ela normalmente procura formas de se proteger contra variações cambiais desfavoráveis, ou seja, fazer *hedge* cambial. Haver *hedge* cambial a custo razoável é fundamental para possibilitar ampliação do financiamento externo.

Vejamos os dados. O gráfico traz a evolução, desde 2011, das taxas de juros de 10 anos, em dólar e em real. A taxa mais alta (linha preta no topo das áreas) é a taxa de juros em real de 10 anos, observada no mercado de DIxPré, da B3. Trata-se, portanto, de uma taxa de longo prazo. Essa taxa é decomposta em duas áreas, de acordo com a condição de paridade coberta da taxa de juros (CIP: *Covered Interest Parity*). A área azul escura, embaixo no gráfico, é o cupom cambial, ou seja, a *onshore dollar rate*.² A área cinza é o prêmio a termo (*forward premium*), o qual inclui tanto a depreciação esperada do real, quanto os prêmios de risco (cambial, liquidez, e outros).

¹ Ph.D. por Stanford, Professor Titular do Departamento de Economia da PUC-Rio, Cátedra Vinci Partners, escreve mensalmente neste espaço (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

² O cupom cambial é uma taxa de juros em dólar no Brasil, na qual as aplicações e pagamentos são feitos em real, mas indexados à variação do dólar. Vide http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/juros/futuro-de-cupom-cambial-de-depositos-interfinanceiros-de-um-dia.htm.

A decomposição mostra que a redução dos juros de 10 anos no Brasil até o início da pandemia refletiu-se tanto na queda do cupom cambial quanto na queda do termo a prêmio. Contudo, a partir da pandemia, o cupom cambial seguiu caindo, enquanto o prêmio a termo subiu fortemente. E é justamente o termo a prêmio que reflete o custo do *hedge* cambial.

A linha roxa que corre abaixo das demais é a taxa de juros de 10 anos nos EUA (*US Treasury bond* de 10 anos). Note que a diferença entre o cupom cambial e a taxa da *Treasury* é uma medida do desvio da paridade coberta da taxa de juros no Brasil. À taxa da *Treasury* é somada a taxa do CDS do Brasil de 10 anos, resultando a linha azul clara. Esta soma representa o custo básico de financiamento externo (em dólar) para as empresas brasileiras, doravante chamado de custo de captação (em dólar). Essa taxa é, em princípio, comparável com o cupom cambial.

De fato, o gráfico mostra que o cupom cambial já chegou mesmo a superar o custo de captação, no início do período coberto pelo gráfico, quando ainda eram abundantes os influxos de capitais para o Brasil. Gradativamente o custo de captação passa a superar o cupom cambial, e, após o início da pandemia, a diferença acentua-se bastante. Qual a importância prática disso?

Como esperado, a captação pelas empresas brasileiras em dólar é feita a taxas acima de um patamar bem mais elevado do que a taxa de juros básica nos EUA. O que não é tão óbvio é que o custo do *hedge* cambial também tenha se elevado tanto. Por que isso ocorre?

O alto custo do *hedge* cambial (o prêmio a termo) é reflexo da alta dos juros domésticos e da queda do cupom cambial. A alta dos juros domésticos é basicamente reflexo dos maiores riscos da economia brasileira, sobretudo os de natureza política e fiscal. Já a baixa do cupom cambial refletiria justamente a forte demanda por *hedge* cambial por empresas com captação externa.

Ao ver o gráfico, um acadêmico ingênuo poderia pensar em obter ganho com a “arbitragem” da diferença entre as taxas: tomaria emprestado à taxa o cupom cambial e aplicaria em um *bond* externo de uma empresa brasileira de primeira linha. Tentando saber por que isso de fato não ocorre, a opinião majoritária que colhi é de que tal operação não seria viável devido à falta de liquidez do mercado de cupom cambial. E de que o mercado de cupom cambial reflete a reduzida capacidade de os bancos oferecerem *hedge* cambial. Como a oferta de dívida pública doméstica indexada ao dólar foi praticamente extinta, e o BC tem oferta reduzida de *swap* cambial de maturidade bem inferior, faltam provedores finais de *hedge* cambial de longo prazo. Medidas que incentivem provedores naturais de *hedge* cambial, como os exportadores, a repassar tal *hedge* ao mercado ajudariam a reduzir seu custo. A recente aprovação da emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) corrigidos pelo dólar é exemplo disso.

Se o governo deve ou não se envolver na provisão do *hedge* cambial de longo prazo é questão importante a ser devidamente investigada. De toda forma, a provisão de *hedge* cambial de longo prazo a custo razoável poderá fazer grande diferença para o crescimento sustentado da economia brasileira.

Taxas de Juros de 10 anos: Em real e em dólar

