

O BC pode emitir dólar?

Márcio G. P. Garcia¹

Departamento de Economia – PUC-Rio

Em artigo anterior (*Valor*, 17/11), vimos como a denominação de mais de 90% de sua dívida pública em dólar torna a Argentina particularmente frágil no momento atual no qual os mercados de crédito internacionais encontram-se bastante avessos aos *high-yields*.

No Brasil, o BC e a STN têm emitido regularmente dívida indexada ao dólar, ou seja, títulos cujos valores aumentam com a apreciação do dólar, mas que são pagos em reais. Sob liberdade cambial, títulos indexados ao dólar e denominados (pagos) em dólar deveriam ser iguais, pois transformar os pagamentos em real em dólares seria meramente uma operação de compra de dólar à mesma taxa que indexa o título cambial. Ou seja, o BC e a STN teriam o poder de emitir um substituto perfeito de um título denominado em dólar, mas cuja liquidação é em real. Ambos os títulos carregariam o risco de crédito do país, o risco Brasil. Ainda assim, tudo se passaria como se o BC tivesse, de fato, o poder de emitir dólar.

Como o BC não emite dólar, o título brasileiro indexado ao dólar não é um substituto perfeito para o título brasileiro denominado em dólar. Logo, o primeiro deve ser mais barato que o segundo, ou, o que é equivalente, deve apresentar um rendimento maior. Esse rendimento adicional deve-se ao risco de conversibilidade, pois mede o retorno adicional exigido pelos investidores para trocar um fluxo de caixa futuro em dólar por um fluxo de caixa futuro equivalente indexado ao dólar, mas pagável em reais. De fato, a dívida doméstica indexada ao dólar é mais cara do que a dívida externa, embora os títulos existentes, por serem de diferentes maturidades, não permitam uma comparação muito clara.

Uma outra forma de medir qual é a confiança do mercado na indexação ao dólar é através da comparação dos preços do mercado futuro de dólar da BM&F com os dados do mercado equivalente nos EUA, que é o mercado dos *Non-Deliverable Forwards* (NDFs). A existência desses dois mercados permite que comparemos os preços (em real) de um dólar a ser entregue um ano à frente. No caso da BM&F, o dólar a ser entregue é o equivalente em reais a um dólar (a taxa de câmbio futura), enquanto que, no caso dos NDFs, o dólar a ser entregue é de fato uma nota verde. O gráfico mostra o risco de conversibilidade, que é a diferença (medida como um rendimento anual) entre os preços do dólar futuro nos EUA e no Brasil.

Até a crise asiática, o risco de conversibilidade flutuava ao redor de zero. Quando a crise asiática eclode, em outubro de 1997, o mercado subitamente “aprende” que os dois contratos futuros não são iguais, ou seja, que os contratos negociados em SP têm um risco maior do que os NDFs, o risco de conversibilidade. Durante a crise russa (agosto de 1998), o risco de conversibilidade dá um novo salto, ascendendo a níveis extremamente altos. Este passa a ter a mesma dimensão do risco Brasil, e até mesmo superando-o durante o período da crise. Com a melhora da situação após a desvalorização, o risco de conversibilidade vem caindo paulatinamente, embora permaneça positivo.

Em suma, a existência do risco de conversibilidade mostra claramente que o mercado não trata o “dólar emitido pelo BC” como um substituto perfeito das verdinhas, e que essa desconfiança é particularmente grande em períodos de crises financeiras internacionais.

¹ Márcio Garcia, PhD por Stanford, é diretor do departamento de Economia da PUC-Rio (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/>).