

5 Conclusão

Após a exacerbada flutuação dos mercados financeiros brasileiros no primeiro trimestre de 1999, época da liberalização cambial, e no segundo semestre de 2002, ano de sucessão presidencial, a partir de 2004 consolidou-se um cenário mais benigno — ampla liquidez mundial e amadurecimento do tripé de política econômica, fundamentado nas metas de inflação, câmbio flexível e superávit primário.

A rápida queda da inflação, apreciação da moeda nacional e superávit fiscal ascendente, juntamente com um forte fluxo financeiro e comercial para o país, tornaram possível ao Tesouro colocar em prática um extenso programa de alongamento e melhora do perfil da dívida pública federal, com substituição de títulos pós por pré-fixados e indexados a índices de preços — culminando, em janeiro de 2007, com o lançamento do papel pré-fixado mais longo da história brasileira, com prazo de vencimento em 10 anos: a NTN-F 2017.

Neste contexto, e tendo passado mais de um ano e meio de seu lançamento, este trabalho procurou mostrar, embasado no modelo de paridade coberta de juros ajustada aos riscos país e demais riscos domésticos, qual foi a influência da taxa dos *Treasuries* de 10 anos, do risco-país, risco cambial e demais riscos domésticos na formação de preços das NTN-Fs 2017, em seu primeiro ano de negociação no mercado secundário brasileiro de títulos públicos federais.

É importante salientar que, embora as variáveis de ordem política, social e cultural não tenham sido contempladas no escopo analítico deste trabalho, elas podem ter influenciado, em algum momento, o modelo aqui desenvolvido. Neste caso, o termo de erro da regressão já incorpora tal possibilidade.

Os resultados obtidos permitiram que se chegassem a algumas importantes conclusões. Em virtude da presença de multicolinearidade entre as variáveis independentes, utilizou-se o modelo VAR — o qual tornou possível concluir que a taxa de juros das NTN-Fs 2017 foi a variável mais endógena e, dessa forma, suas variações foram explicadas, com alto grau de relevância, por oscilações no prêmio de risco-país, seguido pela taxa livre de risco e, com menor importância, por alterações no risco cambial.

Esta última evidência, inclusive — ao se constatar que o risco cambial foi a variável menos endógena —, mostrou o amadurecimento do regime de câmbio flutuante, onde, mesmo em um ambiente internacional mais volátil, a continuidade de fluxos comerciais e financeiros amorteceu eventuais pressões baixistas sobre a moeda brasileira.

Assim, ainda que, comprovadamente, tenha existido um efeito defasado crescente do risco cambial sobre a taxa de juros das NTN-Fs 2017, esse impacto foi bem menos relevante do que o das outras variáveis independentes. A própria matriz de correlação antecipou esta constatação, ao indicar uma correlação média pouco superior a 0,50 entre $\hat{\epsilon}$ e I_{Int} em 2007, a menor dentre as variáveis explicativas.

A tendência, em um cenário interno de crescimento moderado, inflação de longo prazo convergente para as metas e austeridade fiscal — especialmente depois que arrefecerem as tensões internacionais relativas à crise do mercado imobiliário e creditício norte-americano e ao choque de preços das *commodities* —, é de que o risco cambial tenha um caráter cada vez menos determinante para a taxa de juros de longo prazo brasileira.

Neste contexto, acredita-se que isso possa acontecer, gradualmente, a partir do primeiro semestre de 2009, e, com maior probabilidade, a partir do segundo, quando a economia norte-americana deverá apresentar sinais de recuperação, reagindo às sucessivas quedas de juros promovidas pelo FED, ao pacote de estímulo fiscal anunciado em janeiro de 2008 pelo governo daquele país — cujos efeitos sobre a renda e gastos pessoais já foram sentidos no PIB do segundo trimestre do respectivo ano —, e a uma possível estabilização do mercado imobiliário e de crédito. A recuperação econômica dos EUA ajudará no fortalecimento do dólar frente às principais moedas globais, em especial o euro, e conseqüente desmonte de posições especulativas em *commodities* agrícolas, metálicas e petróleo, causando uma redução destes preços.

Uma outra importante conclusão extraída neste trabalho referiu-se aos demais riscos, principalmente os domésticos. Através das matrizes de correlação e do Teste de Causalidade de Granger, percebeu-se que um choque inicial que atue sobre esta variável influencia de modo expressivo e continuado ao longo do tempo a taxa de juros das NTN-Fs 2017. O ano de 2008 está sendo marcado por pressões inflacionárias decorrentes do grupo alimentação e de uma inércia advinda da forte alta dos índices de preços no atacado — resultante da crescente elevação dos preços das principais *commodities* agrícolas e metálicas

mundiais —, inércia essa que se propagará ainda pelo ano de 2009, afetando consideravelmente os preços administrados reajustáveis pelos referidos índices.

Dessa forma, espera-se que, apenas a partir de 2010, os riscos domésticos comecem a pesar menos sobre a formação das taxas de juros de longo prazo das NTN-Fs — ainda que, obviamente, sua influência seja significativamente inferior àquela sentida sobre a parte mais curta da curva de juros, mais sensível a mudanças na política monetária.

O próprio fato de o Banco Central brasileiro vir elevando a taxa básica de juros de maneira mais agressiva no curto prazo reforça a expectativa, por parte dos agentes econômicos, de que a inflação convergirá para as metas em 2010 — o que torna a inclinação da curva a termo de juros descendente no médio e longo prazos, ao mesmo tempo em que aumenta a credibilidade de autoridade monetária, facilitando o processo de convergência.

Pôde-se verificar, também, que o prêmio de risco-país foi a variável de maior importância, em termos de endogeneidade, depois da variável dependente, e apresentou um impacto defasado restrito e constante, porém altamente volátil, ao longo do tempo sobre a taxa das NTN-Fs 2017. Tendo em vista que essa é, certamente, a variável mais impactada por uma mudança nos níveis de volatilidade externa, a tendência é de que somente em 2009, com a aguardada recuperação da economia norte-americana, o prêmio de risco-país comece a recuar de forma mais consistente e contribua para uma queda das taxas de juros de longo prazo brasileiras.

Já a taxa dos *Treasuries* de 10 anos teve um grau de endogeneidade medianamente relevante em termos explicativos, além de seus impactos defasados sobre as NTN-Fs terem sido moderados. Na medida em que a taxa livre de risco foi um canalizador de recursos externos em momentos de fuga para a qualidade, observou-se uma correlação forte — porém inversa — entre as taxas das NTN-Fs no mercado secundário brasileiro (que embutem um prêmio de liquidez sobre o DI futuro correspondente) e a taxa dos *Treasuries* de 10 anos. Isto fez esta última variável ter uma contribuição decrescente para a formação de taxas dos títulos brasileiros no segundo semestre de 2007, o que explica seu impacto relativamente baixo.

Assim, torna-se possível concluir que, em um cenário de maior aversão global ao risco, os papéis norte-americanos continuem atraindo recursos, antes destinados a títulos de países emergentes — fato que, no caso brasileiro, tende a manter, pelo menos até o primeiro semestre de 2009, o risco cambial e, principalmente, o risco-país, com importantes contribuições para a formação de

preços das taxas de juros domésticas de longo prazo, em detrimento da taxa livre de risco — cuja expectativa é de que continue com uma baixa participação.

Neste contexto, e ainda sopesando os demais riscos domésticos no que tange à deterioração das perspectivas futuras de juros e inflação — que, embora não cheguem a comprometer as metas de longo prazo, certamente trazem um menor conforto à autoridade monetária no curto e médio prazos — dificilmente em 2008 e início de 2009, como já vem sendo notado, observar-se-ão as mesmas condições favoráveis ao alongamento do perfil da dívida pública brasileira verificadas no primeiro semestre de 2007.

No entanto, se confirmado o cenário mais benigno para 2009, particularmente a partir do segundo semestre, essas condições poderão reaparecer, aos poucos, em meados de 2009 e começo de 2010, tornando-se mais efetivas e consistentes ao longo de 2010. A recuperação da economia norte-americana, cujas perspectivas de médio prazo são otimistas, diminuirá a aversão mundial ao risco e permitirá uma aceleração do crescimento global, possibilitando um maior ingresso de capitais estrangeiros no Brasil — sejam para investimentos diretos ou em carteira, com destaques para o mercado acionário e ativos de longo prazo. Fora isso, a expansão das principais economias melhorará o saldo comercial, constituindo mais uma fonte de recursos externos.

Tal cenário levaria a uma apreciação da moeda nacional, reduzindo o risco cambial, e incentivaria a compra de títulos soberanos brasileiros (*Global Bonds*), com a conseqüente queda do prêmio de risco-país. Essas duas variáveis — em particular a última, pelo seu caráter mais endógeno — teriam, então, importante peso na diminuição das taxas de juros de longo prazo no Brasil.

Ademais, admitindo-se que as expectativas de inflação cedam de maneira consistente no segundo semestre de 2009 e início de 2010, em um ambiente de menor risco cambial e desaceleração dos preços de alimentos, *commodities* em geral e atacado, espera-se que os riscos domésticos também apresentem forte declínio. Este fato, juntamente com a contribuição dos riscos país e cambial, consolidariam um cenário de queda mais rápida das taxas de juros internas de longo prazo.

Sob a premissa de uma recuperação mais sólida da atividade econômica nos EUA no decorrer de 2009, a estrutura a termo de juros daquele país tende a embutir, a partir do referido ano, futuros aumentos de taxa e maiores prêmios, com reflexo nas taxas dos *Treasuries* de 10 anos.

Assim, essa variável deverá ter maior participação na formação das taxas de juros brasileiras de longo prazo, em detrimento dos riscos (país, cambial e domésticos) subjacentes ao modelo. Os *Treasuries* devem buscar uma participação que caminhe na direção da observada no primeiro semestre de 2007 — quando chegou a 50,3% no melhor momento —, ao passo que as variáveis relacionadas aos riscos devem contribuir cada vez menos, tendência essa que segue na direção da verificada em países desenvolvidos e economias emergentes que possuem o selo de Grau de Investimento não especulativo concedido pelas três mais importantes agências de *Rating*, quais sejam: Moody's, S&P e Fitch.

A consolidação, interna e externamente, desse cenário em meados de 2009 e, principalmente, 2010 — após um ano ainda volátil em 2008 e início de 2009 — favoreceria a continuidade do programa de melhora e alongamento do perfil da dívida pública brasileira pelo Tesouro Nacional, programa esse que incluiria, em um segundo estágio, o lançamento de papéis pré-fixados de 20 e 30 anos com pagamento de cupons semestrais.

Considerando a conjuntura de curto prazo acima traçada, mesmo que o Tesouro Nacional lançasse no segundo semestre de 2008 ou início de 2009 uma NTN-F com prazo próximo a 10 anos, provavelmente haveria, ainda, uma demanda relativamente baixa para o papel e inferior àquela observada em 2007 — o que poderia trazer resultados de menor significância estatística, se os respectivos dados fossem incluídos em um próximo estudo. Os números a partir da segunda metade de 2009, em um eventual lançamento da NTN-F 2019, caso realmente se confirmem os cenários interno e externo mais favoráveis, certamente possuirão maior significância para o mencionado propósito.

Uma sugestão de futuros trabalhos que incluíssem os dados de 2009 / 2010 e desejassem seguir o mesmo modelo desenvolvido neste (paridade coberta de juros ajustada aos riscos país e demais riscos, com destaque para os domésticos) seria no sentido de confirmar, retificar ou aprimorar os cenários aqui traçados, além de permitir tirar novas conclusões que contribuam para os meios acadêmico e financeiro.

Outra idéia seria desenvolver um trabalho nos mesmos moldes deste, abordando as taxas de juros dos títulos públicos pré-fixados de cinco anos e seus determinantes. O banco de dados para a elaboração desta pesquisa, indubitavelmente, é bem mais amplo que o atual, haja vista que as NTN-Fs de cinco anos foram lançadas bem antes das de 10 anos. Ademais, a série

estatística disponível contemplaria papéis de maior liquidez, mesmo em 2008, quando a crise do mercado *subprime* nos EUA se intensificou.

Neste contexto, existem vencimentos de NTN-Fs em janeiro e julho de 2011, janeiro de 2012, janeiro de 2013 e janeiro de 2014, o que facilita a manutenção de um prazo médio ao redor de cinco anos, utilizando uma série extensa de dados. No entanto, deve-se atentar que a taxa livre de risco (**Rf**), neste caso, seriam as taxas dos *Treasuries* norte-americanos de cinco anos.

Numa conjuntura em que o país recentemente recebeu o selo de *Investment-grade* por duas importantes agências de *Rating* (S&P e, posteriormente, Fitch) — e, em particular, a partir do momento em que o Tesouro Nacional venha, futuramente, a lançar a NTN-F de 20 anos e a *Moody's* conceda o selo de Grau de Investimento ao país — novos estudos podem ser elaborados com base no modelo de paridade coberta ajustada, onde sejam comparados os resultados já obtidos para os títulos de 10 anos com aqueles a serem alcançados para os papéis de 20 anos.

Em um estágio posterior, quando (e se realmente) forem emitidas as NTN-Fs de 30 anos, estudos mais sofisticados são passíveis de desenvolvimento — comparando os processos de lançamento e evolução dos títulos de 5, 10, 20 e 30 anos e as respectivas conjunturas de risco inerentes aos contextos doméstico e internacional nas diferentes épocas.

Finalmente, vale mencionar que a evidência de uma correlação negativa entre as taxas de juros de títulos públicos brasileiros de longo prazo e a taxa livre de risco — mesmo considerando o período amostral de apenas um ano — foi uma das conclusões mais importantes deste trabalho, ao permitir uma reflexão sobre a Teoria das Carteiras, que traça uma relação positiva entre a taxa livre de risco e o retorno de um ativo.