

# Reações às Incertezas Externas

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

24 de janeiro, 2014

---

*Em um cenário de fuga de capitais, o BC deve intervir também via venda de reservas cambiais.*

---

Quando, no final de maio, o FED anunciou que pretendia começar a retirar, aos poucos, os enormes estímulos monetários que vem administrando à economia norte-americana, a reação nos mercados foi bastante intensa. Já quando divulgou, no final de dezembro, o plano concreto que pretende implementar a partir deste mês, a reação já não foi tão forte.

O gráfico mostra a significativa depreciação sofrida pelas moedas dos mercados emergentes (ME), dentre as quais o real. Mostra, também, que as moedas dos ME estão muito correlacionadas com a taxa do título do Tesouro dos EUA de 10 anos, a que mais afeta a economia americana. Ou seja, a depreciação do real, junto com as demais moedas dos ME, foi provocada pela diminuição da liquidez nos mercados internacionais.

Mas ainda permanece a dúvida. Haverá no futuro um choque semelhante ao de maio passado? Ou o pior já passou, como parece sugerir a comedida reação do final do ano passado? Há várias explicações para a reação diferenciada nas duas oportunidades. A primeira é que o mercado reage a informações novas, e essas surpreenderam o mercado em maio. A de dezembro já estava nos preços. A segunda é que a economia dos EUA melhorou bastante entre maio e dezembro, com maior crescimento e perspectiva de política econômica de melhor qualidade.

Mas há também um cenário menos otimista. Dado que o FED, após o anúncio do tapering, parece ter se surpreendido com a reação negativa dos mercados e abrandado o aperto futuro, especuladores voltaram a montar posições em ativos de risco. Se esse for o caso, quando o aperto de liquidez afinal se concretizar, o efeito pode ser bastante intenso. Como seria afetado o Brasil nesse cenário adverso?

Analisando a reação ao anúncio de maio, Eichengreen e Gupta (2013),<sup>2</sup> concluem que ME com melhores fundamentos (déficits fiscais menores, dívidas menores, mais reservas e maiores taxas de crescimento) não ficaram imunes aos efeitos do tapering. Muito mais importante foi o tamanho de seus mercados financeiros: quanto maiores, mais afetados foram pela depreciação. Também sofreram maiores depreciações os

---

<sup>1</sup> Ph.D. por Stanford, Professor da Cátedra Vinci de Economia, PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira por mês. Neste trimestre, é Tinker Visiting Professor na Universidade de Stanford, EUA.

<sup>2</sup> Eichengreen, B and Gupta, P (2013), "[Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets](#)", World Bank Working Paper.

países que haviam deixado mais suas moedas apreciarem e seus déficits em conta-corrente aumentarem anteriormente ao anúncio do tapering.

O Brasil tem um sistema financeiro grande e com muita liquidez. Apesar da depreciação recente, o real ainda é uma moeda bastante apreciada, e o déficit em conta-corrente também é elevado. Assim, é bem possível que o real sofra bastante se o cenário negativo se concretizar.

E o que pode ser feito para tentar atenuar tais efeitos? O mais importante seria mudar a política fiscal e parafiscal expansionista. Isso ajudaria a depreciar a taxa real de câmbio e diminuir o déficit em conta-corrente, além de ajudar no controle da inflação e permitir redução da taxa de juros. Os descaminhos da política fiscal, aliados à paralisação da agenda de reformas estruturais, vêm ameaçando o rating da economia brasileira e afastando os capitais de longo prazo que são muito necessários em momentos de excesso de volatilidade. Em ano eleitoral, contudo, é pouco provável que ocorram mudanças na atual política econômica.

Muito mais provável é que o BC tenha que se desdobrar para evitar estragos no mercado de câmbio. O BC não deve tentar evitar o ajuste da taxa de câmbio, mas, sim, prover liquidez para evitar overshooting e excesso de volatilidade.

O maior volume de vendas de cambiais pelo BC vem se dando via swaps, que são liquidados em reais. A ideia desse tipo de intervenção cambial é preservar as reservas internacionais. A venda de swaps pelo BC gera um aumento do cupom cambial, que é a remuneração que os bancos auferem ao tomar emprestado dólares no exterior e irrigarem o mercado cambial. Note-se que os bancos não correm risco cambial nessa arbitragem, pois o cupom cambial é uma remuneração em dólar, embora liquidada em real.

Os bancos, contudo, têm limites para o tamanho das posições vendidas no mercado spot, hoje já no máximo da série histórica, acima de US\$ 20 bilhões. Assim, em momentos de maior estresse, com saídas de capitais e grande aumento do cupom cambial, os bancos não poderiam “transformar” os swaps comprados do BC em dólares à vista no volume requerido.

Caso tais situações venham a ocorrer, o BC não pode titubear em intervir, também, via venda de reservas internacionais. O atual ministro da Fazenda gerou um início de pânico no mercado cambial, durante a crise de outubro de 2008, quando sugeriu que o presidente Lula havia determinado que as reservas deveriam ser preservadas. Naquela ocasião, o BC acabou obtendo autorização para vender reservas, o que de fato fez. Se o cenário externo voltar a se deteriorar, é importante assegurar que tropeços tão custosos não voltem a ocorrer.

Gráfico:  
Efeito do Tapering nas Moedas dos Mercados Emergentes e na Taxa de Juros de 10 anos

