
Estratégia de sucesso dos swaps cambiais

Por **Tony Volpon e Márcio Garcia**

Há pouco mais de um ano, o então presidente do Federal Reserve, Ben Bernanke, surpreendeu os mercados indicando, muito antes do esperado pelo mercado financeiro, a intenção do Fed de diminuir (ou "taper") suas compras de ativos dentro do programa conhecido como "quantitative easing". O anúncio dessa intenção, que somente foi concretizada no final de 2013, foi o suficiente para iniciar um movimento de vendas em cadeia de ativos dos mercados emergentes, trazendo de volta o temor de que poderíamos estar assistindo a uma nova crise, como vivemos várias vezes nos anos 90 e no início deste século.

A reação do Banco Central, que já tinha iniciado um processo de aperto monetário em abril, foi a de começar a oferecer, em junho de 2013, swaps cambiais e linhas de crédito em dólar. Inicialmente as intervenções foram discricionárias. A partir de final de agosto, passaram a ser administradas de forma sistemática, no que ficou conhecido como "ração diária". Tal programa de intervenção, que na sua totalidade em abril deste ano chegou a US\$ 98.4 bilhões, representa hoje o maior programa de intervenção de qualquer país emergente.

Hoje, passado um ano do "tapershock", como avaliar o sucesso dessa estratégia? Recentemente, redigimos um estudo que tenta responder essa questão¹.

Os swaps cambiais devem ser usados com cautela, dentro de um tripé macroeconômico consistente

Inicialmente, cabe notar que o instrumento usado pelo BC é bastante singular. Na grande maioria dos casos em países emergentes, ocorrem intervenções (esterilizadas ou não) no mercado cambial, via venda de reservas internacionais, ou, mais raramente, usando instrumentos derivativos (vendas a termo ou opções) liquidados em moeda forte. O BC brasileiro é o único banco central que usa instrumentos derivativos liquidados em sua própria moeda para vender dólares.

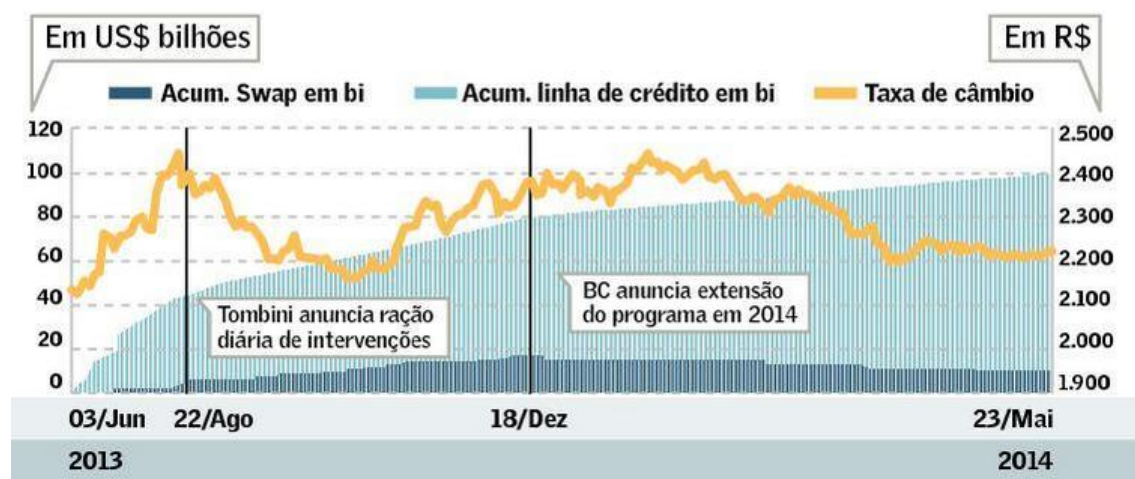
O fato de ser liquidado em reais abre uma intrigante questão: há limites para o tamanho da intervenção? Afinal, o BC pode, em tese, imprimir uma quantidade ilimitada de reais para pagar este passivo. Claro que há limites fiscais, mas além desses, há algum outro limite mais estrito?

Acreditamos que sim. A eficácia do swap cambial depende, em última instância, da crença dos agentes que eles podem, quando quiserem, trocar os reais que vão receber pelos swaps do BC por dólares. A variável chave é o risco de convertibilidade, ou o direito de levar e trazer moeda estrangeira sem grandes impedimentos. Avaliando que o risco de convertibilidade é baixo, os agentes financeiros estariam dispostos a trocar sua demanda por dólares "de verdade" pelo "dólar PTAX" que recebem quando liquidam um swap cambial com o Banco Central. Portanto, as reservas internacionais funcionam como garantia aos swaps vendidos pelo BC.

Há, ainda, outro efeito importante da estratégia de intervenção do BC. Fora prover "dólar PTAX" para aqueles que querem exposição ao dólar, a venda de swaps cria incentivos para agentes financeiros, normalmente os bancos comerciais, vender dólares no mercado de câmbio spot. Assim, os bancos ajudam a financiar o déficit em conta corrente, que infelizmente tem traçado uma trajetória de alta nos últimos anos.

Intervenções cambiais e taxa de câmbio

Estratégia tem riscos e limites



Fonte: AC Pastore e BC

O mecanismo funciona porque a venda de swap na verdade é uma venda de um dólar a termo. Essa oferta diminui a diferença entre um dólar no futuro e o preço do dólar hoje (o preço spot), reduzindo o preço do dólar a termo. Assim, se um banco toma dólares emprestados fora do Brasil, vende os dólares no mercado spot, investe os reais que recebe em um investimento de renda fixa, e compra um dólar a termo (que a intervenção do BC tornou mais barato) para se proteger do risco cambial, este banco consegue ter um retorno positivo garantido (fora o risco de convertibilidade).

Assim, a intervenção do BC faz subir o retorno de uma aplicação em renda fixa com "dólares PTAX" no Brasil, que conhecemos como "cupom cambial". Em nosso estudo, apresentamos evidências estatísticas de que a intervenção do BC tem efeito sobre o cupom cambial e também sobre a posição vendida em dólares dos bancos comerciais.

A questão chave aqui é se vale a pena o BC criar uma oportunidade de arbitragem para agentes financeiros trazerem dólares ao Brasil, em um momento de pressão cambial e aumento no déficit em conta corrente, quando o BC poderia alternativamente vender dólares de suas próprias reservas.

Não há resposta definitiva a essa questão. Reconhecemos que se o BC tivesse vendido quase US\$ 100 bilhões de suas reservas, no lugar dos swaps cambiais, o mercado financeiro, muito provavelmente, teria uma opinião mais negativa sobre nossa posição externa. Mas, também, é forçoso reconhecer que, caso a estratégia continue sendo seguida no futuro, pode aumentar a fragilidade financeira do sistema bancário. Hoje, ao contrário de crises passadas, o risco de convertibilidade é desprezível, mas tal realidade pode mudar. Portanto, é prudente que o BC use esses instrumentos bastante singulares e poderosos com a devida parcimônia. Os swaps cambiais constituem ferramenta adicional a ser empregada em momentos de stress para evitar excessiva depreciação cambial, mas não podem substituir um tripé macroeconômico consistente, com política fiscal geradora de superávits primários substanciais e política monetária visando cumprir a meta.

Márcio Garcia, Tony Volpon: DNDFs: a more efficient way to intervene in FX markets? Texto para discussão 621, Depto. de Economia, PUC-Rio. Disponível em www.econ.puc-rio.br/biblioteca.php/trabalhos/show/1421.

Tony Volpon é diretor executivo, chefe de pesquisas para Mercados Emergentes das Américas da Nomura Securities International.

Márcio G. P. Garcia é Ph.D. por Stanford, professor da Cátedra Vinci de Economia, PUC-Rio.
