

# Dívida Externa, Reservas e Intervenções Cambiais

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>  
17 de dezembro, 2019

## **Sugestão de olho: A troca de swaps cambiais por reservas não reduz a capacidade de intervenção do BC.**

Em agosto passado, o BC anunciou nova forma de intervenção nos mercados de câmbio.<sup>2</sup> Basicamente, anunciou que passaria a pautar suas intervenções pelo montante de reservas cambiais líquido do estoque de swaps cambiais. Quando o real se deprecia frente ao dólar, o BC ganha nas reservas cambiais e perde nos swaps cambiais, e vice-versa. Assim, a decisão do BC de diminuir o montante de reservas concomitantemente à diminuição dos swaps não altera a posição cambial líquida do BC, que inclui também as linhas com recompra. E é isso que de fato importa. Operacionalmente, o BC vem conduzindo leilões em que detentores dos swaps cambiais vencidos os trocam por reservas cambiais, sem alterar o montante de hedge cambial provido pelo BC.

Não tem faltado quem tema que o BC esteja dilapidando as reservas internacionais, colocando em risco sua capacidade de reagir a crises de balanço de pagamentos. Trata-se de temor infundado. Com base na métrica própria do FMI, o nível efetivo de reservas internacionais no Brasil excede por larga margem o que o FMI julga necessário. Conhecida como ARA<sup>3</sup>, o nível mínimo adequado de reservas é calculado pela soma de 5% das exportações anuais do país, 30% da dívida externa de curto prazo, 15% do saldo de outras obrigações externas e 5% dos meios de pagamento ampliados. O FMI considera adequados níveis efetivos entre 100% e 150% desse valor.

Em 2019, segundo previsão do FMI, a relação entre o nível de reservas no Brasil e o mínimo apropriado seria aproximadamente 166% (em termos do PIB, o nível efetivo de reservas em 2018 era cerca de 20%, em contraste os 12% que corresponderiam ao atendimento de 100% da métrica ARA). Em termos absolutos, esta relação indica um excedente que varia entre 150 e 36 bilhões de dólares. Ou seja, mesmo que o BC venha a trocar todo o estoque de swaps por reservas, o montante de reservas remanescente, cerca de US\$324 bilhões, ou 18% do PIB, seria plenamente suficiente para enfrentar eventuais crises externas.

A mudança na atuação do BC deveu-se a fatores conjunturais relativos à disponibilidade de liquidez no mercado spot. Devido a restrições legais à operação no mercado de câmbio à vista, ou spot, desenvolveu-se no Brasil um pujante mercado de derivativos cambiais, onde todos os agentes podiam negociar. Com isso, a liquidez do mercado de derivativos tornou-se muito superior à do mercado de câmbio spot. A taxa de câmbio é formada no mercado futuro de câmbio, sendo daí

---

<sup>1</sup> 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>).

<sup>2</sup> <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Comunicado&numero=34005>

<sup>3</sup> *Assessing Reserve Adequacy* (<https://www.imf.org/external/np/spr/ara/>).

transferida para o mercado spot. Portanto, quando o BC quis prover proteção (hedge) cambial ao mercado, ele o fez no mercado de derivativos cambiais, via os swaps cambiais.

Com a queda de juros e a melhora das perspectivas fiscais que vêm se observando no Brasil, caiu a demanda pela proteção cambial que vinha sendo provida pelo BC via os swaps cambiais. Empresas passaram a encontrar no Brasil condições melhores de crédito, via emissão de debêntures, do que as oferecidas no exterior. Houve, assim, maciça saída de divisas, com empresas pagando suas dívidas externas e fundos retirando recursos do Brasil. Até agora, as transações no mercado spot registraram saída líquida de mais de US\$30 bilhões de dólares, a maior desde 2000, aí incluindo as crises de 2002 e 2008.

Ou seja, havia muita demanda por dólares spot e menor demanda por swaps cambiais. Um swap cambial provê resultado financeiro similar ao obtido com uma aplicação em dólares de recursos tomados em real. Mas empresas não podem pagar dívida externa com os reais auferidos nas liquidações dos swaps. Têm que acessar o mercado spot. Tal descompasso começou a aparecer no mercado de cupom cambial, que é a taxa em dólar paga para recursos em reais. O cupom cambial aumentou muito com a relativa escassez de dólares spot. Uma boa evidência de que a nova sistemática do BC foi bem-sucedida é que ela logrou reduzir significativamente o cupom cambial e a alta volatilidade produzida pela escassez de dólares, sobretudo nos finais de mês e viradas de trimestres.

Uma forma alternativa de interpretar a ação do BC é a seguinte. Nos momentos de grandes influxos de capital, de 2009 a 2011, as empresas brasileiras captaram muito no exterior, tanto para investimentos no Brasil, quanto para aproveitar o grande diferencial de juros que se observava na época. Grande parte dessas divisas acabou engordando nossas reservas internacionais, que praticamente dobraram. Agora, com a queda dos juros domésticos, passou a ser mais negócio para muitas empresas captar internamente e pagar a dívida externa. É natural que o BC devolva parte das divisas, visando a suavizar a pressão temporária no mercado spot.

A combinação de um mercado de derivativos cambiais muito líquido, com liquidação financeira em reais, aliado à não conversibilidade do real, requer que o BC realize suas intervenções nesses dois mercados, tendo o cupom cambial como guia. Em novembro, quando o mercado cambial mostrou sinais de disfuncionalidade, o BC, além do programa de troca de swaps por reservas, vendeu cerca de US\$ 3 bilhões das reservas cambiais.

Tais intervenções, que se mostraram suficientes para restabelecer o bom funcionamento dos mercados cambiais, também fugiram à norma das intervenções anteriores em situações similares, que costumavam ser feitas pela oferta de swaps cambiais. Por exemplo, em maio de 2018, em face da crise internacional que se abateu sobre a Turquia e Argentina e da incerteza sobre a continuidade do processo de reformas no Brasil, o BC colocou cerca de 45 bilhões de swaps cambiais (incluindo rolagens).

Não se deve concluir que o BC tenha mudado para sempre sua forma de intervir. O mais provável é que o BC o tenha feito dessa forma em novembro apenas por estar engajado em um programa de troca de swaps por reservas e pelo fato de o estresse ter sido pequeno. Dada a maior liquidez do mercado de derivativos, situações de maior estresse provavelmente viriam a requerer novamente o uso dos swaps cambiais.

Mesmo que o BC venha a eliminar totalmente os swaps cambiais, reduzindo o volume de reservas cambiais, mas mantendo o volume de reservas menos swaps, não estará pondo em risco sua capacidade de intervir nos mercados cambiais em momentos de estresse. Trata-se apenas de um novo instrumento que se fez necessário para atender às necessidades temporárias adicionais de liquidez no mercado de câmbio spot, devidas às realocações de portfólios causadas pela forte queda de juros no Brasil.