

Intervenções Cambiais

Márcio G. P. Garcia¹

Intervenções cambiais são largamente utilizadas por bancos centrais ao redor do mundo. Apesar disso, não têm status reconhecido, quer na teoria econômica, quer na análise econométrica. Charles Engel, professor da Universidade de Wisconsin, não poderia ter sido mais claro a esse respeito: “Não obstante diversos estudos empíricos, ainda não se sabe se intervenções esterilizadas atendem ao mesmo critério que reguladores usam para decidir se aprovam um remédio contra o câncer— que seja seguro e eficaz.”²

Primeiro, uma explicação básica. Intervenções cambiais podem ser esterilizadas ou não esterilizadas. Se o BC simplesmente vender um bilhão de dólares, por exemplo, a base monetária será reduzida neste mesmo valor (convertido para reais), pois os compradores dos dólares os pagarão entregando reais ao BC, assim reduzindo a quantidade de moeda na economia. Isto fará com que a taxa de juros, a Selic, tenda a se elevar. Esta é a descrição de uma venda não esterilizada de dólares.

Mas o BC tem o mandato de manter a inflação na meta, que é implementado via taxa de juros determinada pelo COPOM. Assim, para que a venda de dólares não pressione a taxa de juros para cima, fazendo-a ultrapassar a meta da Selic fixada pelo COPOM, o BC deverá fazer injeção compensatória de moeda na economia. É o que se rotula de esterilização do efeito contracionista da venda de dólares sobre a base monetária. A esterilização tipicamente, envolve uma operação expansionista de mercado aberto, na qual o BC diminui o estoque das operações compromissadas em mercado. Esta é a descrição de uma venda esterilizada de dólares. O reverso valeria para compra esterilizada de dólares pelo BC.

Intervenções cambiais esterilizadas podem também ser feitas via outros instrumentos. O empréstimo de dólares aos bancos (linhas com recompra ou *repos*), e os swaps cambiais (os quais, por serem um derivativo, não afetam diretamente a liquidez bancária) são formas alternativas de implementá-las. Um princípio bem conhecido de economia internacional, conhecido como trilema da economia aberta ou trindade inconsistente, adverte que, quando são livres os fluxos de capitais, como é o caso do Brasil, o banco central não consegue controlar simultaneamente a taxa de juros e a taxa de câmbio. E é por ter de manter a taxa de juros Selic próxima à meta fixada pelo COPOM, que o BC recorre a intervenções cambiais esterilizadas.

¹ 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>).

² *Handbook of International Economics*, volume 4, página 494.

O gráfico mostra o crescimento das reservas internacionais até o patamar atual após a grande crise financeira internacional de 2008. Mostra também os outros componentes de intervenções cambiais citados anteriormente, notadamente os swaps cambiais. A posição cambial líquida, a linha do gráfico, é determinada basicamente pela diferença entre as reservas e os swaps cambiais. Ou seja, quando o BC vende dólares ao mercado, seja via diminuição das reservas ou aumento do estoque dos swaps cambiais, a posição cambial líquida é reduzida.

Segundo o BC, intervenções cambiais são justificadas apenas em momentos disruptivos de mercado, marcados por movimentos bruscos da taxa de câmbio causados por iliquidez ou outros fatores anormais. A escolha do instrumento da intervenção, venda de reservas ou de swaps cambiais, dependeria do tipo de anormalidade identificada pelo BC. Se há um aumento anormal da demanda por hedge cambial, sem necessidade de enviar recursos ao exterior, o BC prefere vender swaps cambiais, como ocorreu na reação ao *Taper Tantrum*, em 2013 (vide gráfico). Já se ocorre um aumento anormal na demanda por dólar à vista (*spot*), o BC intervém via venda de reservas ou *repos*. Normalmente, a taxa de juros em dólar no Brasil, o cupom cambial, é o sinalizador da escassez de dólar no mercado à vista.

Jamais o BC, ou qualquer outro banco central que siga a sistemática de metas para inflação, admitiu ter intervindo em mercados cambiais para “segurar o dólar”. Isto é anátema para bancos centrais. Não obstante, é comum lermos análises que passam ao largo dessa constatação.

Nesta semana, o BC interveio em momentos em que os mercados cambiais aparentavam funcionar normalmente, inclusive com o real se apreciando frente ao dólar. Isto foi suficiente para que alguns analistas afirmassem que o BC estaria intervindo para segurar o câmbio, num momento em que a inflação volta a preocupar, impulsionada pelos preços em reais de commodities, cotadas em dólar, sobretudo os derivados de petróleo.

O BC, a exemplo dos demais bancos centrais, não divulga muitas informações sobre razões que o levam a intervir nos mercados cambiais. O que é natural, pois, se o fizesse, estaria possibilitando ganhos injustificáveis a especuladores financeiros. Como o BC tem mais informações do que o mercado, há sempre a possibilidade de que uma intervenção cambial estivesse se adiantando a um movimento que tenha sido identificado como anormal. Se a intervenção tivesse sido bem sucedida, não se observaria nenhuma anormalidade no mercado, e pareceria *a posteriori* que o BC interveio com motivação distinta da de manter o bom funcionamento dos mercados. Foi lembrada também a possibilidade de o BC estar querendo “dar uma lição” nos especuladores que apostaram na alta do dólar, ao lhes impingir perdas.

Foram aventadas, ainda, algumas justificativas pouco críveis. A primeira é que o BC estaria vendendo reservas para diminuir a dívida bruta. A segunda, que o BC estaria tentando apreciar o real para não ter que subir tanto a Selic no próximo COPOM. Intervenções pautadas por tais motivações seria um erro. Que o BC não cometeria.

INTERVENÇÕES CAMBIAIS E RESERVAS INTERNACIONAIS

Posição Cambial Líquida (US\$ Bilhões)

