

Dólar mais escasso e mais barato?

Márcio G. P. Garcia¹
8 de abril, 2016

Sugestão de olho: O desmonte parcial do *hedge* cambial por conta do *impeachment* apreciou o real em março.

A taxa de câmbio caiu mais de 10% em março. Boa parte dessa queda está associada à expectativa de que, com a aprovação do *impeachment*, a condução da política se tornará menos inepta.

Pareceria natural supor que a apreciação cambial tenha decorrido de aumento do influxo de divisas. Mas os dados mostram o oposto. Em março, o fluxo de câmbio contratado, isto é, a soma de todas as entradas de divisas menos as saídas, foi negativo em mais de 2,5 bilhões de dólares. Como é possível que o preço do dólar caia substancialmente quando há saída líquida de divisas?

A resposta advém, em grande medida, do fato de que, no Brasil, a taxa de câmbio não é formada no mercado à vista (*spot*), mas, sim, no mercado de derivativos, na BM&FBOVESPA. E, durante as últimas semanas, aqueles que haviam comprado dólar futuro para se proteger da depreciação cambial passaram a desmontar tal proteção na esteira da probabilidade mais alta de aprovação do *impeachment*. Foi a venda de derivativos cambiais que trouxe para baixo a taxa de câmbio. O BC aproveitou para se desfazer de parte do estoque de *swaps* cambiais que vem carregando há quase três anos, ou seja, o BC comprou dólar futuro dos investidores que reduziram seus *hedges* (proteção) cambiais.

Vale indagar: como o aumento de oferta de dólar futuro por investidores acabou por derrubar o dólar *spot*? A conexão entre os dois mercados cambiais, futuro e *spot*, se dá por operações que combinam compra em um mercado cambial com venda no outro, o chamado “casado”. Isso dá lugar a uma taxa de juros em dólar no Brasil, o chamado **cupom cambial**. Quando falta dólar *spot*, o cupom cambial tende a aumentar, e vice-versa. O primeiro gráfico mostra que nos períodos recentes em que o fluxo de dólar *spot* tornou-se mais negativo houve aumento do cupom cambial.

Quando aumenta o cupom cambial, grandes bancos passam a fazer uma operação de arbitragem, tomando empréstimos curtos em dólar no exterior à taxa inferior ao cupom cambial e vendendo os dólares internamente, investindo os recursos no cupom cambial. Assim, ganham o *spread* (diferença) entre o cupom cambial e a taxa internacional, sem correr risco cambial.

Uma estimativa aproximada do tamanho desses empréstimos que os bancos fazem é dada pela chamada posição cambial dos bancos. Quando os bancos têm posição cambial vendida (negativa, no segundo gráfico), isso significa que estão tomando dólares emprestados no exterior e vendendo-os no mercado *spot*. O segundo gráfico mostra que a posição cambial dos bancos em março atingiu o maior valor da série, superando US\$ 30 bilhões.

Ou seja, os bancos responderam à escassez de dólares *spot* trazendo-os de fora. Mas não o fizeram sozinhos. O segundo gráfico também mostra que, para conseguir

¹Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira a cada mês.

irrigar o mercado de câmbio spot, os bancos contaram com linhas de crédito providas pelo BC. As linhas de crédito do BC também atingiram seu máximo em março passado, superando US\$ 18 bilhões. Sem os empréstimos das reservas cambiais do BC aos bancos, a elevação do cupom cambial teria sido ainda maior. Tais empréstimos asseguram a liquidez em dólar necessária até que os efeitos da recente depreciação cambial sobre os fluxos de divisas (comerciais e financeiros) se realizem plenamente, aumentando a entrada líquida de divisas.

Em suma, é evidente que o funcionamento dos mercados cambiais no Brasil é bastante complexo. O mercado de derivativos cambiais ocupa posição dominante na determinação da taxa de câmbio, e os bancos fazem a ligação entre o mercado de derivativos e o mercado à vista. Nesse contexto, o BC vem intervindo corretamente, aproveitando para se desfazer parcialmente dos *swaps* cambiais, mas evitando que o cupom cambial, a taxa de juros em dólar no Brasil, fique excessivamente elevada. Naturalmente, se as perspectivas políticas mudarem, com o *impeachment* não sendo aprovado, o jogo passará a ser completamente diferente.

