

Intervenções Cambiais do Banco Central

As intervenções cambiais são eficazes para manter o bom funcionamento dos mercados, mas não podem evitar a depreciação do real.

Márcio G. P. Garcia¹
22 de junho, 2018

Para economias emergentes, o cenário mundial vem piorando muito. Ainda que o crescimento da economia americana continue a ser boa notícia, o consequente aperto monetário que o FED se vê obrigado a fazer atrai capitais de volta para os EUA. Isso vem provocando depreciação generalizada das moedas dos mercados emergentes, sobretudo naqueles com mais fragilidade externa. Embora o Brasil não tenha problemas de dívida externa ou déficit em conta-corrente elevados, como a Argentina e a Turquia, o real vem sofrendo forte depreciação nas últimas semanas. Nosso problema é muito grave. É de natureza fiscal.

Sem reformas politicamente muito custosas, nossos déficits fiscais crescentes deverão redundar em grave crise, semelhante às do período anterior ao Plano Real. E, infelizmente, não há sinais de que a campanha para a eleição presidencial de outubro próximo esteja dando lugar a uma discussão séria das decisões que terão que ser tomadas a partir de 2019 para impedir tal retrocesso.

Tal conjunção de problemas nos fronts externo e interno reverteu as expectativas positivas do mercado financeiro, levando os juros e o câmbio para cima e a Bolsa para baixo. Apostas alavancadas na continuidade do cenário benigno vigente no primeiro trimestre causaram grandes perdas patrimoniais, e elevaram os decibéis contra as Autoridades Monetárias.

O Banco Central vem atuando em conjunto com o Tesouro Nacional para manter os mercados em bom funcionamento. No caso dos mercados cambiais, o BC aumentou muito a colocação dos swaps cambiais. Foi correta a decisão do BC de intervir no câmbio?

Inicialmente, cabe destacar que a intenção das intervenções cambiais do BC não é impedir o ajuste da taxa de câmbio, mas, sim, manter o bom funcionamento do mercado cambial, evitando movimentos muito bruscos de preços, causados por falta de liquidez.

Também é importante ressaltar que as intervenções via swaps cambiais são equivalentes às intervenções esterilizadas, quando o BC, após vender dólares e receber reais, compra títulos públicos, pagando com os reais recebidos. Desta forma, tais intervenções cambiais não afetam a oferta de moeda, nem a taxa de juros. O adjetivo esterilizada refere-se ao fato de que a compra de títulos pelo BC neutraliza o efeito da venda cambial sobre a quantidade de moeda.

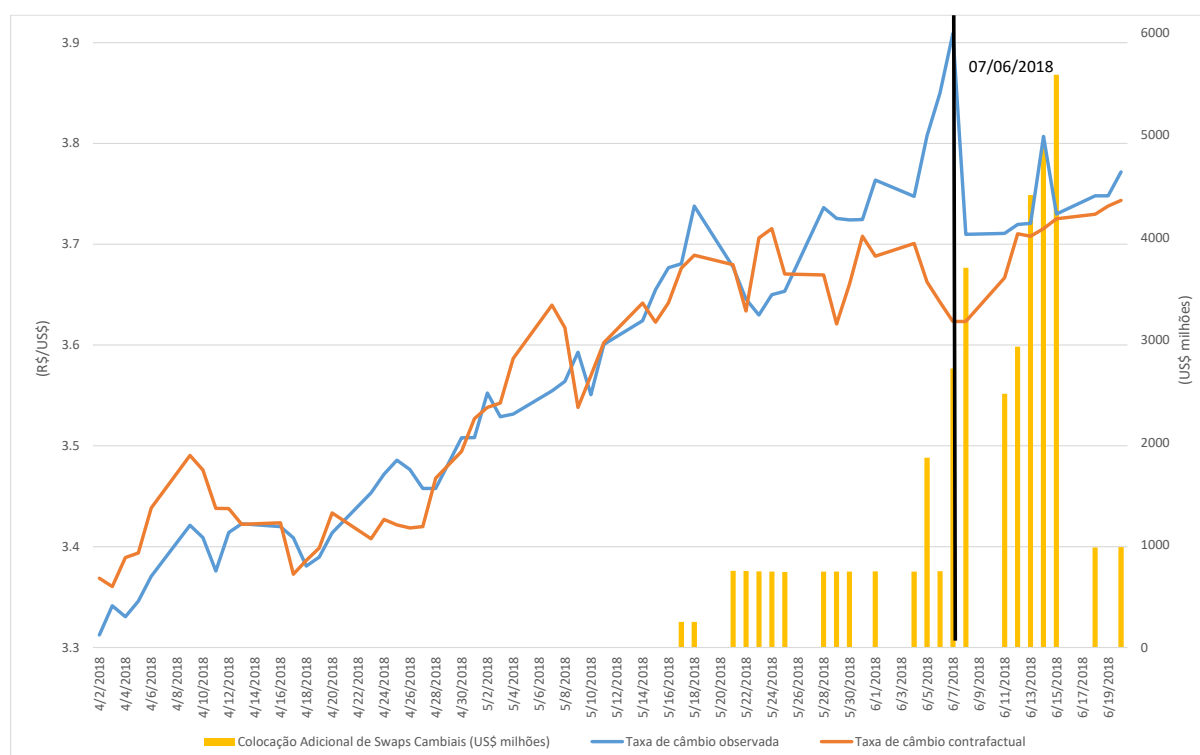
¹ Ph.D. por Stanford, professor da Cátedra Vinci do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve mensalmente neste espaço.

Ao contrário das vendas cambiais não esterilizadas, que contrairiam a oferta de moeda e elevariam a taxa Selic, não há consenso na literatura econômica se as intervenções esterilizadas teriam ou não efeito sobre a taxa de câmbio, uma vez que a taxa de juros é mantida constante. Ou seja, não é surpreendente que o real continue a se depreciar frente ao dólar, apesar das maciças injeções de swaps feitas pelo BC. Mas isso não significa que as intervenções foram inúteis.

Num exercício econométrico preliminar, feito com meus alunos Raphael Vasconcelos e Felipe Paixão, obtive evidência de que o anúncio, em 7 de junho, de que o BC venderia um volume adicional de US\$ 20 bilhões foi eficaz em deter uma depreciação cambial excessiva. O gráfico mostra a taxa de câmbio e as intervenções cambiais, bem como uma taxa de câmbio contrafactual, construída com base nas taxas de câmbio de países semelhante ao Brasil, África do Sul, China, Chile, Turquia, Índia, Rússia, Colômbia e México, bem como no índice do valor do dólar americano e no índice de preços de commodities. A ideia é que o movimento da taxa de câmbio contrafactual reproduziria o que teria sido a evolução da taxa de câmbio no Brasil se tivesse sido influenciada só pelos fatores que afetaram o mercado internacional, expurgados os efeitos do mercado local.

O gráfico deixa claro que a taxa contrafactual tem boa aderência à taxa de câmbio efetivamente observada. No entanto, nos dias anteriores ao anúncio da ação mais pesada do BC, a taxa de câmbio havia se descolado significativamente do seu contrafactual, indicando que algo de muito diferente estava ocorrendo no mercado local. O gráfico sugere que a intervenção do BC ajudou a mover a taxa de câmbio em direção ao contrafactual, aparentemente eliminando excessos.

Taxa de câmbio e intervenções cambiais do BC
Intervenção do BC realinha o câmbio à tendência internacional



Em 14/6/2018, o BC anunciou que usaria mais US\$ 10 bilhões para intervir, e, até 20/6, já havia colocado um total de US\$ 40,6 bilhões, elevando o estoque de swap cambial para US\$ 64,4 bilhões. Desde a queda após o anúncio de 7/6/18, o real vem se depreciando em linha com seu contrafactual. Apesar da eficácia das intervenções, não seria aconselhável repetir a experiência iniciada em 2013, quando foi feito um programa de mais de US\$ 100 bilhões de swaps por mais de dois anos.

O BC deve estar pronto a intervir pontualmente sempre que o mercado cambial se tornar disfuncional. Mas, caso o cenário externo ou interno venha a se deteriorar, uma depreciação substancial da taxa de câmbio será inexorável.