

# Intervenções Cambiais do BC

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>  
25 de julho, 2014

---

*Caso o fluxo cambial não melhore, o BC terá que vender ou emprestar reservas para continuar intervindo.*

---

O anúncio feito por Ben Bernanke, em maio de 2013, de que o estímulo monetário que vinha sendo ministrado pelo FED seria gradualmente reduzido causou enorme turbulência nos mercados mundiais. Ativos de risco sofreram grandes perdas e moedas de países emergentes se desvalorizaram. Entre elas, o real.

Em resposta à forte depreciação do real, bem como ao aumento de volatilidade, o BC decidiu intervir no câmbio. A partir de fins de agosto de 2013, anunciou um programa que envolvia venda de US\$ 2 bi de *swaps* cambiais por semana, além de empréstimo semanal de US\$1 bilhão aos bancos.

O gráfico mostra que o anúncio do programa pode ser associado a uma forte queda na taxa de câmbio. Posteriormente, o BC anunciou que o programa prosseguiria em 2014, embora com redução substancial da venda semanal de *swaps* para US\$ 1 bilhão. O segundo anúncio, como mostrado no gráfico, parece não ter surtido o mesmo efeito do primeiro.

Apesar do enorme volume de intervenções cambiais, próximo a US\$ 90 bilhões, pesquisa que venho realizando com Laura Pitta e Marcos Chamon mostra que o comportamento do real não parece ter sido muito distinto do das demais moedas emergentes. O que contraria a visão predominante no mercado de que, não fossem as intervenções do BC, a taxa de câmbio estaria muito mais alta.

Como é possível que a intervenção do BC tenha sido responsável pela apreciação do real, e, ao mesmo tempo, evolução similar da taxa de câmbio tenha sido observada em outros países em que as autoridades não intervieram ou o fizeram em muito menor intensidade? Uma hipótese plausível me foi sugerida por Eduardo Loyo.

A hipótese é que a enorme depreciação do real na esteira do anúncio do *tapering* tenha aumentado significativamente a demanda por proteção (*hedge*) cambial. Devido às altas taxas de juros no Brasil, o *hedge* cambial é muito caro, o que faria com que os agentes tendessem a comprar pouco seguro contra a depreciação do real antes do *tapering*. A depreciação pós-*tapering*, contudo, teria levado os gerentes financeiros das empresas a reavaliarem o benefício do *hedge*, o que ensejou maior demanda por proteção cambial. Assim, se o BC não tivesse ofertado o *hedge* cambial, o real teria se depreciado muito além das demais moedas emergentes.

---

<sup>1</sup>Ph.D. por Stanford, Professor da Cátedra Vinci de Economia, PUC-Rio, escreve mensalmente neste espaço. [www.economia.puc-rio.br/mgarcia](http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia)

Quais as perspectivas do programa de intervenção cambial do BC? Como explicado em meu artigo com Tony Volpon, disponível na minha página na web, o sucesso do programa de vendas de *swaps* cambiais do BC depende de os bancos comprarem os *swaps* do BC e oferecerem dólares à vista, que tomam emprestado via linhas de crédito no exterior.

Como, desde o início de suas intervenções cambiais, o BC não vendeu reservas, e o saldo das linhas de crédito leiloadas pelo BC é, hoje, apenas de US\$ 2,25 bilhões, a demanda líquida por dólares à vista (*spot*) vem sendo suprida pelos bancos (agradeço a Sandro Sobral por este *insight*). O movimento de câmbio contratado, que registra todas as compras e vendas de câmbio à vista, mostra que, desde o final de agosto de 2013, as compras cambiais excederam as vendas em cerca de US\$ 20 bilhões.

Essas duas dezenas de bilhões de dólares à vista vêm sendo supridas pelos bancos, que tomam emprestados no exterior, via linhas de crédito de curto-prazo, para ganhar a diferença entre o cupom cambial (taxa de juros em dólar no Brasil) e a taxa de juros externa. Essa “arbitragem”, contudo, encontra limites no risco de crédito (risco de contraparte) dos bancos frente a seus credores externos, entre outros fatores limitadores. Historicamente, o agregado de empréstimos externos de curto-prazo tomado pelos bancos tende a não exceder US\$ 20 bilhões, valor muito próximo do atual.

Portanto, caso o fluxo cambial (comercial e financeiro) não melhore no futuro próximo, os bancos não mais se dispõem a realizar a arbitragem entre os *swaps* e o dólar à vista da mesma forma que vem fazendo desde o início do programa do BC. Daí resultaria provável combinação de depreciação cambial com aumento do cupom cambial, sinalizando escassez de dólar à vista. Se quiser evitar que isso ocorra, além das vendas de *swaps* cambiais, o BC teria que vender ou emprestar suas reservas para irrigar o mercado à vista.

Para 2015, cabe avaliar a continuidade do programa de intervenções cambiais. E, em se decidindo descontinuá-lo, o que fazer com o estoque de *swaps* vencidos. Mas isto é tópico para outro artigo.

