

Intervenções Cambiais do BC: O que fazer?

Márcio G. P. Garcia¹
22 de agosto, 2014

Em um cenário de fuga de capitais, seria melhor não tentar segurar o câmbio via aumento dos swaps cambiais.

Em meu artigo anterior (*Valor Econômico*, 25/7), analisei os efeitos do programa de intervenções do BC via swaps cambiais. Mostrei que, caso o fluxo de câmbio contratado venha a se mostrar persistentemente negativo, o BC terá de voltar a prover reservas cambiais, via vendas esterilizadas ou linhas de crédito, para continuar intervindo via swaps cambiais. Este artigo complementa o anterior, analisando como diferentes cenários, externos e internos, condicionam o futuro do programa de intervenções cambiais.

Inicialmente, vale notar que a visão dominante, hoje, é a de que, até as eleições, o BC não deixará a taxa de câmbio sofrer grandes flutuações, para evitar que a depreciação cambial, que se faz necessária para reduzir o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos, agrave o quadro inflacionário. Prevê-se que, em 2014, o déficit em conta corrente deva ultrapassar US\$80 bilhões, ou 3,7% do PIB, uma cifra elevada, sobretudo quando se leva em conta a baixíssima taxa de investimento da economia brasileira.

O que ocorrerá em 2015 depende, é claro, dos cenários interno e externo. No plano interno, o evento mais relevante é o resultado da eleição presidencial. Trabalharei aqui com dois cenários: vitória da atual presidente e vitória da oposição.

No plano externo, o evento mais importante é a elevação dos juros nos EUA. O anúncio do fim gradual do afrouxamento monetário (*tapering*), em maio de 2013, deflagrou enorme reação em todos os mercados financeiros ao redor do globo, no que ficou conhecido como *taperingtantrum*. O cenário *TaperingTantrum II* supõe que efeitos semelhantes venham a ocorrer quando o FED anunciar quando, afinal, começará a elevar a taxa básica nos EUA, e que tal anúncio ocorrerá em breve, o mais tardar no início de 2015. O cenário de fraca retomada da economia dos EUA supõe, ao contrário, que o FED, para manter a economia estimulada, não anuncie proximo a elevação dos juros. Na tabela, os dois cenários internos estão representados nas linhas da tabela; e os dois cenários externos, nas colunas.

Há hoje pouco mais de US\$90 bilhões de swaps cambiais em poder do mercado, correspondendo a cerca de 25% das reservas cambiais. Admitindo-se que o BC queira sair gradualmente dessa posição, o cenário mais favorável para esse movimento seria o cenário IV, que combina vitória da oposição com a continuidade do estímulo monetário dos EUA e da procura por retornos mais altos (*search for yield*). A entrada de capitais e

¹Ph.D. por Stanford, Professor do Departamento de Economia, PUC-Rio, escreve mensalmente neste espaço. www.economia.puc-rio.br/mgarcia

a consequente pressão para apreciação cambial daria ao BC excelente oportunidade para resgatar os swaps cambiais.

Efeitos sobre a Taxa de Câmbio de Diferentes Cenários

	Tapering Tantrum II	Fraca Retomada dos EUA
Reeleição da Presidente	I. Fuga de Capitais e forte depreciação	II. Continuidade da estagnação e depreciação moderada
Vitória da Oposição	III. Ajuste interno mais intenso ameniza efeito sobre o câmbio	IV. Grande Influxo de Capitais e apreciação cambial

O cenário III, que combina vitória da oposição com eventual fuga de capitais deflagrada pelo fim do afrouxamento monetário do FED, obrigaria a um aperto das políticas fiscal e monetária para amenizar a depreciação cambial. Nesse cenário, o resgate dos swaps cambiais seria provavelmente postergado.

Os desdobramentos dos cenários I e II, que contemplam a reeleição, dependerão do grau de mudança da política econômica a ser introduzido no segundo mandato. A continuidade da política econômica atual manteria a economia brasileira estagnada, o que também tornaria menos aguda a deterioração do balanço de pagamentos. Com a reeleição, é difícil imaginar que o intervencionismo cambial seria drasticamente reduzido. Assim, em ambos os cenários externos, o programa de swaps seria mantido para evitar os impactos inflacionários da depreciação cambial.

No cenário II, o programa poderia prosseguir por mais tempo. Já no cenário I, de fuga intensa de capitais, a tentativa de controlar o câmbio via swaps cambiais enfrentaria dois problemas. O primeiro decorreria dos persistentes fluxos negativos do câmbio contratado, causados pela fuga de capitais. Como explicado em meu artigo anterior, a capacidade de os bancos obterem linhas de crédito no exterior para prover dólares no mercado à vista (spot) é limitada (US\$20 bilhões é o máximo histórico). Assim, a continuidade do programa no cenário I, provavelmente, teria que ser logo complementada pela venda de reservas cambiais e/ou pelo oferecimento de linhas de crédito aos bancos.

Ainda assim, caso continuasse a intervir pesadamente frente a continuada fuga de capitais, o BC voltaria a enfrentar outro limite, este mais severo. Caso o volume de swaps cambiais se elevasse a tal ponto que passasse a responder por parcela mais significativa do total das reservas cambiais, poderia surgir incerteza sobre os próprios swaps cambiais. Ainda que a situação do Brasil seja hoje muito menos vulnerável que em 2002, vale recordar que, no auge da crise que antecedeu o primeiro governo do PT, os futuros de dólar na BM&F apresentaram grande deságio em relação aos correspondentes NDFs de real nos EUA, demonstrando desconfiança dos investidores em relação ao *hedge* cambial então provido pelo governo (Garcia e Volpon, *DNDFs: A More Efficient Way to Intervene in FX Markets?*, texto para discussão da PUC-Rio, número 620). A tentativa de impedir a depreciação cambial em um contexto de fuga de capitais pode trazer problemas similares ao que enfrentamos no período de câmbio controlado no final dos anos 90.

Em suma, o estoque de swaps cambiais envolve desafios, mesmo se o BC decidir interromper seu ativismo cambial. Um cenário externo desfavorável dificultaria a desativação gradual do programa. O pior erro, contudo, seria intensificar o programa para evitar o ajuste requerido da taxa de câmbio.