

Para que servem as intervenções cambiais do BC?

Márcio G. P. Garcia^[1] e Pedro Maia^[2]

O BC interveio pesado no câmbio no mês passado. O total das intervenções em dezembro foi superior a 30 bilhões de dólares, sendo aproximadamente 22 bilhões vendidos no mercado de câmbio à vista (pronto) e 11 bilhões em empréstimos de curto prazo a bancos (linhas). Não houve intervenções via swap cambiais. Apesar da venda maciça de dólares, o dólar se apreciou fortemente frente ao real, fechando o ano em R\$ 6,19.

Os comentários sobre as intervenções do BC vão de um extremo ao outro. De um lado há os que defendem atuação ainda mais decisiva do BC para segurar a alta do dólar. E há os que acham que o BC não deveria ter intervindo, que suas intervenções têm pouca potência e implicam perda desnecessária de reservas cambiais. Afinal, para que servem mesmo as intervenções cambiais do BC?

A primeira observação importante é que o BC conduz intervenções cambiais esterilizadas, isto é, intervenções cambiais que não afetam a taxa básica de juros, a Selic, atualmente em 12,25%, e em trajetória de alta sinalizada pela autoridade monetária. Embora haja muitas evidências do efeito de tais intervenções sobre a taxa de câmbio (tanto o nível quanto a volatilidade), não há unanimidade sobre se são ou não eficazes. O que não impede que venham sendo largamente utilizadas, sobretudo em mercados emergentes.

O BC sempre deixa claro que não tem meta para taxa de câmbio, pois o regime é de câmbio flutuante. As intervenções visam apenas garantir o bom funcionamento dos mercados cambiais em momentos de estresse (disfuncionalidade). Como avaliar se as intervenções recentes foram eficazes?

Sem pretender esgotar tema tão amplo quanto complexo, discutimos no que se segue uma forma de aferir o disfuncionalidade dos mercados cambiais e a eficácia das intervenções. No Brasil, a maioria das operações cambiais tem lugar nos mercados de derivativos, na B3, sobretudo nos contratos futuros de câmbio e nos de swap cambiais. Um dos indicadores mais importantes é a taxa de juros de tais swaps, o cupom cambial. Simplificadamente, o dólar futuro é o “dólar paulista” e o cupom cambial é a taxa de juros em dólar no Brasil (*onshore dollar rate*).

Normalmente, o cupom cambial é bem próximo das taxas de juros nos EUA. Se assim não fosse, um arbitrador poderia tomar emprestado à taxa mais baixa (normalmente, a dos EUA) e aplicar na taxa mais alta, o cupom cambial, ganhando a diferença. Note que tal operação não tem risco cambial, pois ambas as taxas são em dólar, apenas risco de conversibilidade. Essa diferença entre o cupom cambial e a taxa de juros nos EUA de mesma maturidade, o spread do cupom cambial, é conhecida como o desvio da paridade coberta das taxas de juros.

¹ Professor Titular, Departamento de Economia da PUC-Rio, Pesquisador Afiliado da MIT Sloan School of Management, Pesquisador Sênior do CNPq e Cientista Nosso Estado da FAPERJ, escreve mensalmente neste espaço. (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

Em tempos normais, a ação de arbitradores mantém o spread do cupom cambial em um nível baixo. Ou seja, para a maior parte das operações cambiais, o dólar paulista é um substituto quase perfeito do dólar. Naturalmente, para algumas operações cambiais é imprescindível o uso do dólar, como o pagamento de importações ou remessa de lucros e dividendos para fora do Brasil.

Em tempos de estresse, costuma-se observar um aumento do spread do cupom cambial nas maturidades mais curtas. Esse é um sinal de que os mercados de derivativos cambiais e o de dólar à vista (dólar spot) não estão bem arbitrados. Em tais situações, a ação dos arbitradores não é suficiente para reduzir o spread do cupom cambial curto. Alguma disfunção ou risco faz com que os arbitradores não considerem o spread do cupom cambial curto alto o suficiente para trazerem dólares de fora para o mercado brasileiro. Falta dólar pronto no Brasil.

O gráfico mostra a evolução do spread do cupom cambial de três meses. Nota-se que, desde setembro, tal spread vinha aumentando significativamente, acelerando na primeira quinzena de dezembro. A partir do início das intervenções, com o leilão de 4 US\$ bi de linha em 12/12, o spread de cupom começa a cair. Conclui-se, portanto, que foi restabelecida a comunicação entre os mercados cambiais, com o BC provendo os dólares.

As saídas de dólares em dezembro são costumeiras. No final do ano, por motivos regulatórios, bancos internacionais se retraem da atividade de arbitragem e buscam reduzir seus balanços. Para evitar a volatilidade que tal movimento sazonal produziria sobre a taxa de câmbio, o BC frequentemente intervém via provisão das linhas de crédito em dólares. Mas o movimento de saída de dólares em dezembro de 2024 foi atipicamente forte, mais de US\$ 24 bilhões até 27/12. Como se viu, as intervenções do BC, que se deram tanto via linhas quanto via venda de dólares, irrigaram o mercado de dólar pronto. Não obstante, o real se depreciou fortemente (2,3% no mês).

Se o movimento de saída de capitais persistir em 2025, por conta das incertezas externa e interna, o real pode continuar perdendo força, com efeitos deletérios para a inflação e os juros. Com as diferentes curvas de juros domésticas sugerindo o retorno do mercado à sua funcionalidade, intervenções como as vistas em dezembro não deveriam se tornar instrumentos rotineiros. Muito melhor, claro, seria o governo fazer o que dele se espera, adotando uma política fiscal compatível com a estabilidade da dívida pública, o que ajudaria a restabelecer a confiança na moeda nacional.

Feliz 2025!

Spread do Cupom Cambial - 3 meses Indicador da falta de liquidez no mercado de dólar spot.

