



Universidade Federal do Rio de Janeiro
Instituto de Economia - IE UFRJ
Monografia de Bacharelado

Arthur Tavares da Silva

DRE: 113099938
arthurtds@gmail.com

Swaps cambiais e a estratégia do Banco Central do Brasil:

Uma descrição de políticas cambiais no período recente (2012 a 2016).

Orientadora: Margarida Sarmiento Gutierrez

Rio de Janeiro

2018.2



Universidade Federal do Rio de Janeiro
Instituto de Economia - IE UFRJ
Monografia de Bacharelado

Arthur Tavares da Silva

DRE: 113099938
arthurtds@gmail.com

Swaps cambiais e a estratégia do Banco Central do Brasil:
Uma descrição de políticas cambiais no período recente (2012 a 2016).

Orientadora: Margarida Sarmiento Gutierrez

Rio de Janeiro

2018.2

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

“Only a crisis - actual or perceived - produces real change. When that crisis occurs, the actions that are taken depend on the ideas that are lying around. That, I believe, is our basic function: to develop alternatives to existing policies, to keep them alive and available until the politically impossible becomes the politically inevitable.”

— Milton Friedman

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, minha noiva e meus parentes, por estarem sempre do meu lado, me dando incentivo e apoio incondicional.

Aos meus amigos que estiveram comigo durante este percurso, compartilhando as dificuldades e as conquistas no caminho.

A minha orientadora Margarida Gutierrez, pelo suporte em pouco tempo que lhe coube, pelas suas correções e apoio na elaboração deste trabalho.

RESUMO

O presente texto fala sobre o instrumento de swap cambial e descreve as diferentes formas de intervenção no câmbio pelo Banco Central do Brasil no período recente (2012 a 2016). A comparação entre as reservas internacionais e os swaps é tratada como uma tentativa de discriminar o grau de importância de cada um dos instrumentos de controle cambial, mostrando os pontos positivos e negativos da utilização e manutenção dessas ferramentas. O swap cambial é tido como uma estratégia de sucesso para algumas linhas de pensamento, porém estes defendem sua utilização dentro de um tripé macroeconômico.

Após estruturar os instrumentos cambiais de uma maneira mais geral, é feita uma descrição do período de 2012 a 2016 no Brasil, tendo como foco as políticas cambiais e as variáveis taxa de câmbio, reservas internacionais e swaps cambiais. Dessa forma, chega-se a algumas conclusões interpretativas para esses instrumentos.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO

CAPÍTULO I – SWAPS CAMBIAIS E RESERVAS INTERNACIONAIS

I.1 – MERCADO DE DERIVATIVOS DE SWAPS CAMBIAIS E REVERSOS

I.2 – MERCADO À VISTA DE CÂMBIO - RESERVAS INTERNACIONAIS

I.3 – COMPARAÇÕES ENTRE O MERCADO À VISTA E O FUTURO DE CÂMBIO

I.3.1 – DIFERENÇAS ENTRE OS SWAPS E AS RESERVAS INTERNACIONAIS

CAPÍTULO II – POLÍTICA CAMBIAL E IMPACTOS NA TAXA DE CÂMBIO

II.1 – POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA

I.3.1 – TAXA DE CÂMBIO NO BRASIL

I.3.1 – POLÍTICA CAMBIAL NO BRASIL

II.2 – SWAPS CAMBIAIS E O IMPACTO DIRETO NA TAXA DE CÂMBIO

CAPÍTULO III – DESCRIÇÃO DAS POLÍTICAS DE SWAPS CAMBIAIS NO BRASIL DE 2013 A 2016

III.1 – “RAÇÃO DIÁRIA” (2013 A 2015)

III.2 – INTERVENÇÕES DISCRICIONÁRIAS (2015 A 2016)

CONCLUSÃO

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

INTRODUÇÃO

O objetivo desta monografia é caracterizar a política brasileira de intervenção no mercado de câmbio (regime flutuação suja), determinando os impactos da atuação do Banco Central na taxa de câmbio através do instrumento de swaps cambiais e swaps cambiais reversos e descrevendo a política cambial brasileira. Para isso será exposto, com base nos dados do mercado brasileiro e alguns artigos, o comportamento do câmbio e das operações de swaps, mostrando a correlação existente entre as variáveis no período de 2013 a 2016.

A política cambial de swaps afeta diretamente a taxa de câmbio? As operações de swaps cambiais e reversos podem ser consideradas como um instrumento de política cambial eficaz? Este trabalho será realizado para descrever um instrumento atual de política do governo. A interpretação a ser realizada deixará mais evidente os tipos de políticas utilizadas e os seus objetivos, possibilitando responder quais teorias estão envolvidas. Além disso, será mostrada a interação entre duas variáveis de extrema importância no cenário atual, as operações de swap e a taxa de câmbio.

As crises cambiais, na década de 1990, associadas à reversão dos fluxos de capitais especulativos levaram à adoção do câmbio flutuante por várias economias periféricas. No Brasil, o elevado grau de abertura financeira, a adoção do Regime de Metas para Inflação e do regime cambial flutuante, a partir de 1999, ampliaram consideravelmente os canais de transmissão desta dinâmica cíclica devido ao aumento da participação estrangeira no sistema financeiro, aos fluxos de capitais de portfólio e ao desenvolvimento e aprofundamento de mercados de derivativos financeiros onshore e offshore que permitem a realização de elevado volume de operações especulativas e de arbitragem.

O mercado de derivativos é muito antigo no Mundo, não tendo período determinado de sua primeira utilização. Alguns relatos dizem que o Japão feudal, século XVII, foi a primeira instituição a utilizar derivativos, o contrato a termo no mercado de commodities. Esse mercado viabiliza aos investidores realizar operações que possam protegê-los do risco de futuras variações no preço das suas posições no mercado à vista, o que é chamado de *hedge*.

O swap cambial é um tipo de derivativo – instrumentos financeiros estabelecidos mediante contratos cujos preços são determinados e variam em função do preço de outro ativo, ou seja, um contrato cujo valor deriva de outro ativo, chamado ativo objeto (dólar, no caso do swap cambial). A vantagem da utilização de derivativos é a possível intervenção na taxa de câmbio sem desembolso financeiro na abertura da posição. Portanto, não se modifica a quantidade de dinheiro em circulação na economia e o nível das reservas internacionais. Além disso, os derivativos ofertados pelas autoridades podem fornecer um instrumento de proteção para o setor privado. O ponto negativo do uso de derivativos é que este requer um gerenciamento de risco maior, por ser um instrumento muito volátil e complexo.

O Banco Central do Brasil começou a utilizar os swaps cambiais a partir de 2002, sendo as operações administradas com muita transparência. Os swaps cambiais do BCB consistem na troca de resultados financeiros referenciados em taxas de juros e variação cambial, em que um dos participantes é a própria autoridade monetária. Como são registrados na bolsa brasileira e possuem ajuste periódico, se assemelham aos contratos futuros de cupom cambial (DDI). As condições de mercado são determinantes para o BCB se posicionar nas posições vendidas (swap tradicional ou de compra) ou compradas (swap reverso ou de venda) em dólar.

O primeiro capítulo deste trabalho descreve o que são os swaps cambiais e para que são utilizados. Além disso, este tópico fará uma correlação entre as operações de swaps cambiais e a venda de reservas internacionais, mostrando a diferença entre esses instrumentos de política cambial. Nessa parte será possível determinar os objetivos do Banco Central e a importância de cada elemento para a descrição das políticas cambiais.

Na segunda seção será possível expor tipo de instrumento de política cambial utilizado pelo Banco Central, descrevendo os pontos positivos e negativos dessa nova política de controle cambial. Assim, será possível verificar se as atuações do BC no mercado de swap cambial causam impactos reais na taxa de câmbio.

Após a descrição dos impactos da política cambial de swaps na taxa de câmbio, será exposto, no terceiro capítulo, as políticas de swaps cambiais e a curva da taxa de câmbio no Brasil entre 2013 e 2016. A correlação entre essas variáveis mostrará possíveis direcionamentos

das políticas cambiais e a interpretação do autor sobre os seus impactos. Além disso, os objetivos do BCB, descritos na primeira seção, ficaram mais claros após essa exposição. Assim, chega-se a crítica sobre a utilização de swaps cambiais como instrumento eficaz de política cambial.

A intensificação das ofertas de swaps cambiais pelo governo brasileiro a partir de 2013, como opção de instrumento devido ao processo de recomposição das reservas de divisas a partir de 2006, determina o ponto de partida do período de análise da política cambial brasileira. Em julho de 2016 encerrasse o período de análise, isso porque se fecha um ciclo político e econômico.

CAPÍTULO I – SWAPS CAMBIAIS E RESERVAS INTERNACIONAIS

I.1 - MERCADO DE DERIVATIVOS DE SWAPS CAMBIAIS E REVERSOS

O mercado de derivativos tem seus primeiros registros no Japão feudal. Agricultores utilizavam a modalidade de derivativos, contrato a termo, como forma de levantar dinheiro com mais rapidez e diminuir o risco causado por fatores climáticos, por exemplo. Dessa forma surge a organização do comércio de bens futuros, ou seja, os senhores das terras vendiam recibos de armazenagem de bens estocados e os comerciantes compravam os recibos como meio de antecipar suas necessidades, pois esses também sofriam com as flutuações nas safras.

Um derivativo é um instrumento financeiro proveniente de outro ativo, ou seja, seu valor de mercado é derivado do preço de mercado do ativo de referência. Esse instrumento é utilizado para fazer coberturas, ou seja, é uma forma de diminuir riscos de operações nos mercados. O comércio mundial, por exemplo, está todo ancorado em hedge contra riscos por meio de derivativos. Existem quatro tipos de mercado de derivativos: a termo, futuro, de opções e de swap.

No mercado de swap é negociada a troca de rentabilidade entre dois bens (mercadorias ou ativos financeiros) obedecendo a uma metodologia de cálculo previamente definida. O contrato de swap é um acordo entre duas partes, que estabelecem a troca de fluxo de caixa tendo como base a comparação da rentabilidade entre dois bens, por exemplo: swap de dólar x taxa pós fixada (DI). No vencimento do contrato, se a valorização do dólar for inferior à taxa pós fixada negociada entre as partes, a parte que comprou pós fixada e vendeu dólar receberá a diferença. Se a rentabilidade do dólar for superior à taxa pós fixada, receberá a diferença a parte que comprou dólar e vendeu taxa pós fixada. Ou seja, os agentes trocam indexadores das operações de captação ou aplicação de recursos, sem interferir sobre o principal. A operação de swap se assemelha à operação a termo, uma vez que sua liquidação ocorre integralmente no vencimento do contrato.

No caso do governo brasileiro, quando a moeda está muito desvalorizada utiliza-se o swap cambial para conter fortes movimentos, que é quando o Banco Central oferece o pagamento da oscilação do dólar, além de um prêmio, e a outra parte se compromete a pagar ao BC a diferença da taxa de juros durante o período de validade do ativo. A referência é o DI, taxa utilizada entre instituições financeiras que é próxima à Selic. Quando ocorrem quedas bruscas da moeda norte-americana, o BC utiliza o swap cambial reverso, que se diferencia do swap tradicional unicamente pela troca de rentabilidades. O Banco Central oferece aos compradores os juros do período e a outra parte paga à autoridade monetária a oscilação cambial do período.

De acordo com BCB (2012, p. 22),

“A compra desse contrato representa a assunção de posição ativa em taxa de juros (taxa DI) e passiva em variação cambial; ao contrario, a venda do contrato implica assumir posição ativa em variação cambial e passiva em taxa de juros. O BCB passou a utilizar esses contratos a partir de abril de 2002 [...].

O swap reverso nada mais é do que o mesmo contrato de swap cambial [...] Ocorre, no entanto, que, a partir de fevereiro de 2005, o Banco Central passou a realizar majoritariamente vendas desses contratos (e não compras, como até então era a praxe), assumindo, conseqüentemente, posição ativa em variação cambial. Justamente por representar posição cambial inversa àquela usualmente assumida pelo BCB, a venda desses contratos ficou conhecida no mercado como “swap cambial reverso”.”

A partir da adoção do regime de câmbio flutuante e metas de inflação, tais operações têm o objetivo de prover liquidez em momentos de necessidade e acumular reservas internacionais, mas não de influenciar o nível ou a tendência da taxa de câmbio.

O “boom” no uso de swaps cambias, a partir de agosto de 2013, por parte do Banco Central se deu a partir das intenções do FED (Federal Reserve System, sistema de bancos centrais dos Estados Unidos) de reduzir sua exposição no programa chamado de Quantitative Easing (QE), em que este oferece liquidez no mercado com a proposta de recuperar o nível de atividade.

Com isso, iniciou-se um movimento de fuga dos investidores das economias emergentes em busca de dólar. O aumento da aversão ao risco no mercado mundial e da volatilidade do câmbio causados pelas incertezas em relação à diminuição dos estímulos monetários proporcionados pelo QE, levaram o BC, que utilizava o instrumento de forma discricionária, a utilizar de forma contínua, sendo chamado de “ração diária”. O Banco Central deu início aos leilões diários de swap cambial todas as segundas, terças, quartas e quintas-feiras, ofertando US\$ 500 milhões por dia e, às sextas-feiras, um leilão de venda de moeda com compromisso de recompra no valor de US\$ 1 bilhão por semana.

"Com o objetivo de prover “hedge” (proteção) cambial aos agentes econômicos e liquidez ao mercado de câmbio, o Banco Central do Brasil comunica que iniciará, a partir desta sexta-feira, 23/8, programa de leilões de swap cambial e de venda de dólares com compromisso de recompra. Esse programa se estenderá, pelo menos, até 31 de dezembro de 2013" (Comunicado do Banco Central do Brasil, 22 de agosto de 2013).

Em Garcia e Volpon (2014), mesmo com a variedade de instrumentos de intervenção no mercado de câmbio como a utilização de reservas, negociação de títulos cambiais e controle do fluxo de capitais, o Banco Central brasileiro é um dos poucos que utiliza derivativos em sua própria moeda. Porém, a eficácia do swap cambial depende da confiança dos agentes na conversão da moeda nacional em moeda estrangeira, sem grandes empecilhos. Ou seja, com um risco baixo de convertibilidade, os agentes estariam dispostos a trocar sua demanda por dólares em espécie pelo “dólar PTAX” que recebem quando liquidam um swap. Assim, as reservas internacionais funcionam como garantia aos swaps vendidos pelo BC, para conversibilidade, e a venda de tais swaps servem de incentivo para os agentes financeiros venderem dólares no mercado à vista, o que ajuda a financiar o déficit em conta corrente.

Outro efeito das intervenções do BC com swap é o incentivo para agentes financeiros venderem dólares no mercado de câmbio spot. Isso ajuda a financiar o déficit em conta corrente. Esse mecanismo funciona porque a venda de swap na verdade é uma venda de um dólar a termo. Essa oferta diminui a diferença entre um dólar no futuro e o preço do dólar hoje (o preço spot), reduzindo o preço do dólar a termo. Assim, se um banco toma dólares emprestado fora do Brasil,

vende os dólares no mercado spot, investe os reais que recebe em um investimento de renda fixa, e compra um dólar a termo (que a intervenção do BC tornou mais barato) para se proteger do risco cambial, este banco consegue ter um retorno positivo garantido, incorrendo no risco de conversibilidade. Garcia e Volpon (2014)

I.2 – MERCADO À VISTA DE CÂMBIO - RESERVAS INTERNACIONAIS

O instrumento mais comum, utilizado pelos Bancos Centrais, para controle cambial é a operação no mercado à vista, através do uso das reservas internacionais. Esse mercado é dividido em mercado primário e secundário, sendo o primário correspondente às transações do balanço de pagamentos, entre residentes e não residentes, e o secundário se dá entre os bancos através de moeda estrangeira obtida do mercado primário. O sistema adotado no Brasil é chamado de mercado descentralizado de múltiplos agentes (decentralized multiple-dealer market). Todas as operações dos mercados primário e secundário devem ser registradas no Sistema de Informações do Banco Central do Brasil (SISBACEN). O mercado de câmbio é regulado e fiscalizado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e pelo BCB, segundo Garcia e Urban (2004).

A necessidade do BCB em ter reservas decorre de três fatores: financiar diretamente desequilíbrios do balanço de pagamentos; intervir no mercado financeiro para prover liquidez em momentos de crise; e influenciar a taxa de câmbio. Porém, as reservas têm um custo, representado pela diferença entre o custo da dívida doméstica e a remuneração do ativo internacional. Assim, a demanda por reservas internacionais apresenta-se como um trade-off entre os benefícios de uma maior liberdade de política e os custos de retenção das reservas, segundo Neely (2000).

Especialmente em períodos de crise internacional, as reservas internacionais também têm um papel importante na determinação da taxa de câmbio. Elas fornecem maior confiança aos mercados de que o país terá capacidade de honrar seus compromissos externos; além de promover confiabilidade sobre a política monetária e cambial; e funcionar como um “colchão de liquidez”, limitando o impacto do aumento da demanda por divisas no país em momentos de choques externos.

O crescimento das reservas internacionais a partir de 2006 até final de 2012 se deu pelo processo de recomposição das reservas, iniciado em 2004 por meio da compra de dólares no mercado à vista pelo BC, que teve como objetivo inicial pagar dívidas. Porém, esse processo continuou devido ao Banco Central ver a necessidade de ter um caixa sólido para proteção de eventuais problemas externos. Essa evolução é vista no gráfico a seguir:

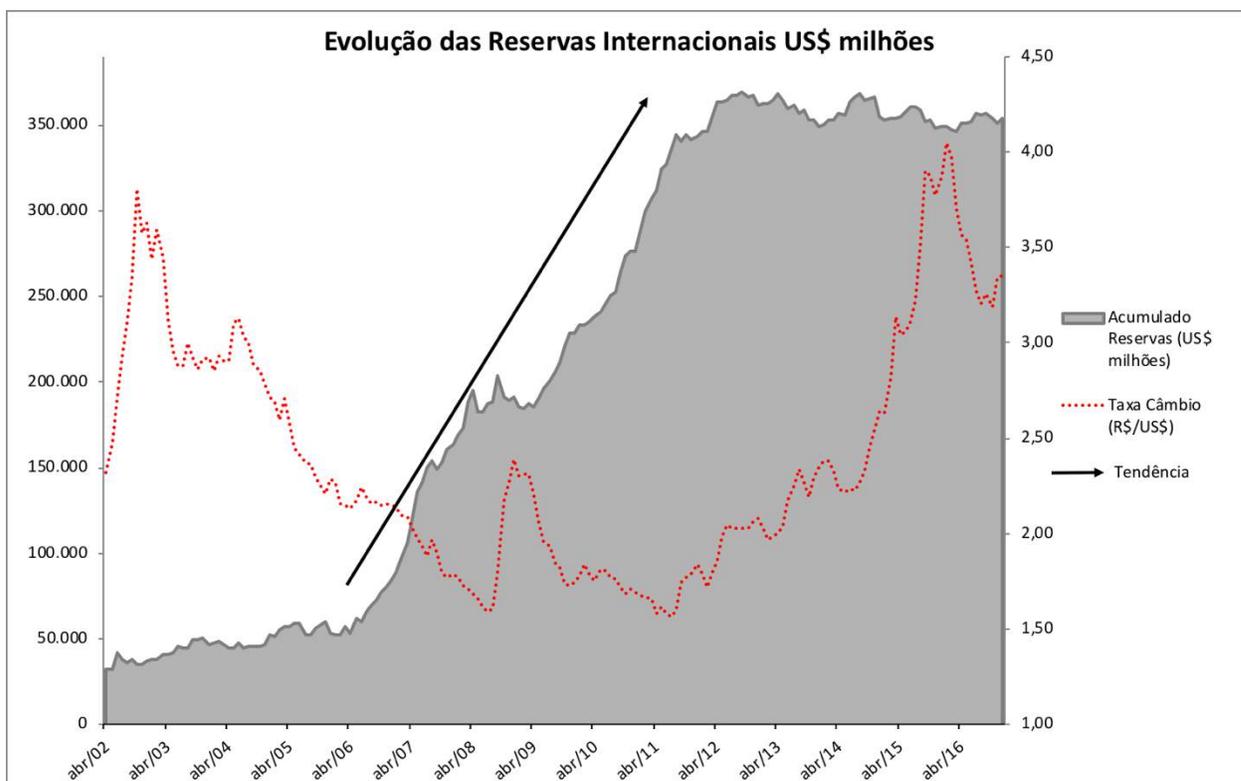


Gráfico 1 (Dados: BCB).

A variação do estoque de reservas internacionais tem maior volatilidade quando a taxa de câmbio está num processo de desvalorização, isso porque o Banco Central faz operação de swap com expectativas de apreciação do câmbio, porém quando o câmbio cai, os custos das operações aumentam. Nesse contexto, se os resultados das operações cambiais do BC forem positivos, ocorre uma valorização das reservas internacionais. Essa alta do dólar pode ser causada por vários fatores, internos e externos, como: dívida pública, questões políticas, incertezas internacionais, aumento de juros americanos e etc.

A estratégia do Banco Central, dentro da realidade da economia do país, pode ser entendida como de minimizar riscos e proteger as reservas internacionais. A manutenção das reservas tem como objetivos financiar o déficit do Balanço de Pagamentos, intervir no mercado à

vista em momentos de instabilidade e promover a influência direta sobre a taxa de câmbio. Além disso, mesmo sendo aplicados especialmente em títulos norte-americanos e apresentando rentabilidade significativa em reais, devido ao montante e a tendência de depreciação cambial, manter das reservas tem um custo de carregamento significativo, dada a necessidade de manutenção dos estoques e o diferencial de juros. Sendo assim, as reservas internacionais possuem um trade off entre seus custos de manutenção e a valorização dos seus estoques, que acontece com a depreciação da taxa cambial (BASTOS e FONTES, 2013).

Mostra-se evidente a evolução do montante das reservas internacionais brasileiras diante da estratégia de utilização dos swaps cambiais como alternativa de intervenção no mercado cambial, ao invés de operar no mercado à vista utilizando essas reservas. Além disso, é importante destacar que o Governo brasileiro teve um compromisso com a expansão das reservas internacionais, aproveitando a entrada de recursos com o “boom” das exportações de commodities iniciado em 2004. Destaca-se, também, o aspecto político, ou seja, a existência de estoques internacionais de reservas garante segurança estrutural ao mercado. Sendo assim, o governo tem capacidade de liquidar seus compromissos e, com isso, transmite confiança aos agentes. Somado a isso, em momentos de choques externos, as reservas são capazes de neutralizar os impactos sobre a taxa de câmbio.

I.3 – COMPARAÇÕES ENTRE O MERCADO À VISTA E O FUTURO DE CÂMBIO

A legislação brasileira para o mercado cambial impossibilita o livre acesso à moeda estrangeira à vista por agentes não bancários, isso faz com esses agentes transferiram suas operações para o mercado futuro. Com isso, o mercado à vista brasileiro possui um volume transacionado cinco vezes menor que o mercado futuro, o que também se difere dos principais mercados cambiais do mundo, onde o mercado à vista é superior. A legislação com relação ao mercado de derivativos de câmbio é menos rígida do que a do mercado à vista.

O arranjo institucional do mercado cambial mostra maior diversidade de participantes no mercado futuro do que no mercado à vista. Sendo os participantes do mercado futuro os seguintes: bancos, investidores institucionais nacionais, investidores institucionais estrangeiros,

empresas não financeiras, distribuidoras de títulos e valores mobiliários (DTVMs) e pessoa física. Já no mercado à vista, só é permitido o livre acesso à moeda estrangeira aos bancos com carteira de câmbio.

Além disso, o mercado futuro é muito mais líquido que o mercado à vista no primeiro vencimento. Na medida em que o mercado de câmbio futuro se mostra mais líquido que o à vista, os bancos tendem a realizar suas operações nesse mercado e transferir ao longo do dia suas posições para o mercado à vista. Conseqüentemente estes acabam por ter uma elevada participação neste mercado de derivativos. (Fernandes, 2008, p. 32-34)

1.3.1 – DIFERENÇAS ENTRE OS SWAPS E AS RESERVAS INTERNACIONAIS

Os swaps cambiais como instrumento de controle das oscilações na taxa de câmbio apresentam alguns problemas como: redução da transparência no mercado à vista, diminuindo a capacidade do canal de sinalização e omitindo a posição em moeda estrangeira do Banco Central; exposição do Banco a certos riscos sistêmicos; e a existência de riscos de liquidez e de contraparte que precisam ser contabilizados. Por outro lado, os swaps são vantajosos porque as opções de venda servem como estabilizadores da taxa de câmbio; os derivativos evitam o uso das reservas internacionais; e é mais fácil desfazer as posições em swaps do que remontar a posição das reservas.

Conseqüentemente, ao intervir por meio dos swaps, o BC não tem desembolso financeiro imediato uma vez que o contrato é firmado, ou seja, não altera o montante de moeda em circulação da economia nem o nível de reservas internacionais e, principalmente, oferece um instrumento de hedge para o setor privado. Entretanto, existe o problema da previsibilidade que o Bacen cria por meio do emprego desse instrumento, pois, dessa forma, o mercado já entende por quais mecanismos a autoridade monetária vai atuar e, com isso, cria uma dependência do mercado para as frequentes intervenções.

No caso da utilização das reservas internacionais como instrumento de intervenção cambial, os problemas apresentados são: custo das reservas, representado pela diferença entre o custo da dívida doméstica e a remuneração do ativo internacional; necessidade de grande volume,

pois caso nível de reservas for baixo em relação ao passivo externo, há perda de confiança, e a desvalorização aumenta ainda mais, formando-se um ciclo vicioso; menor liquidez no mercado à vista brasileiro.

As reservas também apresentam algumas vantagens, pois tem papel importante na determinação da taxa de câmbio especialmente em períodos de crise internacional, porque promovem confiabilidade sobre a política monetária e cambial e funcionam como um “colchão de liquidez”, ajudando no gerenciamento da dívida. Além disso, financiam diretamente desequilíbrios no balanço de pagamentos e fornecem maior confiança aos mercados de que o país tem capacidade de honrar compromissos externos.

Então, nota-se que ambos os instrumentos têm vantagens e desvantagens que devem ser analisadas antes do Banco Central praticar política cambial, principalmente para ter resultados favoráveis. Além de ambos os instrumentos causarem impacto na confiança dos agentes, estes também têm custo de utilização e manutenção. Atualmente o Bacen utiliza os swaps cambiais com mais frequência, isso porque não tem desembolso financeiro imediato, deixando o instrumento das reservas para problemas externos maiores. Porém, muitos ainda não tem certeza do real impacto dos swaps cambiais na taxa de câmbio, o que analisaremos no segundo tópico do capítulo seguinte.

CAPÍTULO II – POLÍTICA CAMBIAL E IMPACTOS NA TAXA DE CÂMBIO

INTRODUÇÃO

Neste capítulo serão analisados os impactos das políticas cambiais na taxa de câmbio, mostrando as diferentes formas de intervenções dos bancos centrais e seus efeitos diretos e indiretos. Com essa análise será possível entender que variáveis internas e externas podem afetar o câmbio de um país, assim, a escolha das políticas pode ser determinante para ter êxito nos resultados buscados pelos bancos centrais. Depois de apresentar as políticas, o foco ficará no instrumento de swaps cambiais e seus impactos na taxa de câmbio.

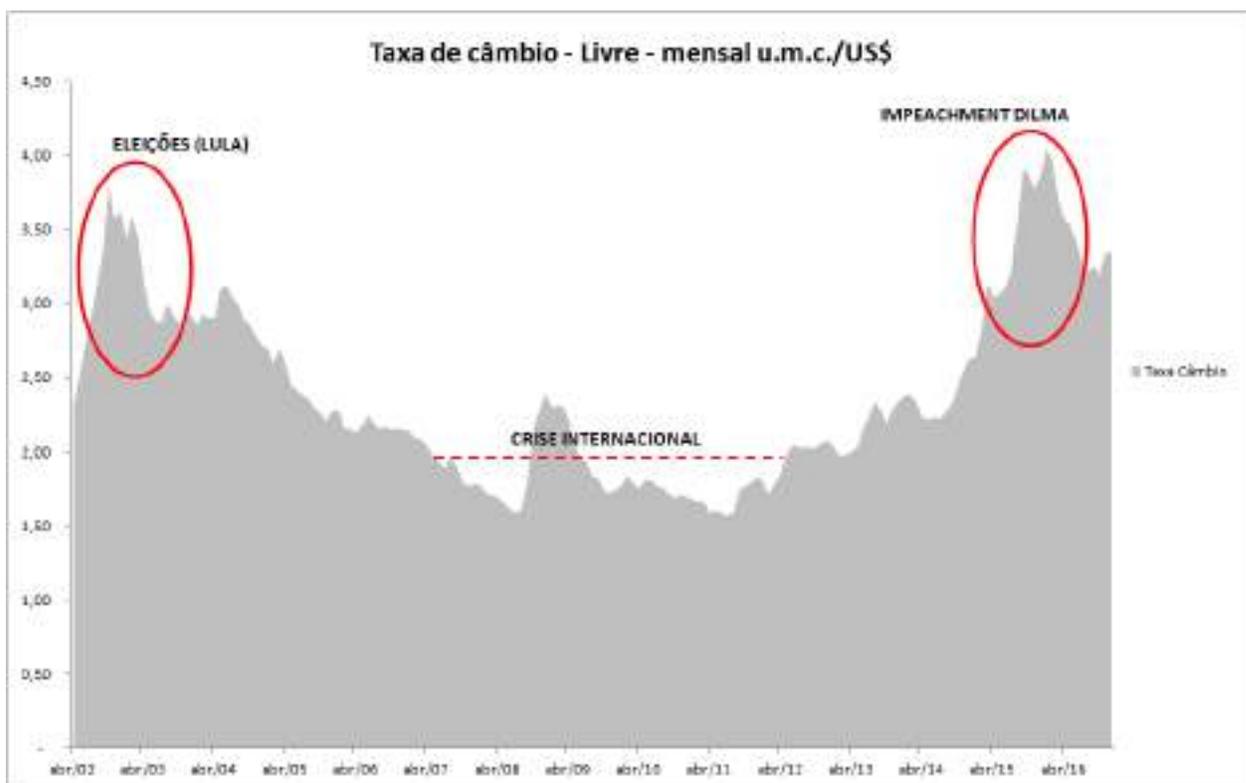
II.1 – POLÍTICA CAMBIAL

II.1.1 - TAXA DE CÂMBIO

A taxa de câmbio é o valor relativo entre a moeda do país A e a moeda do país B. “A taxa de câmbio representa uma relação entre unidade de uma moeda e outra, ou seja, uma relação entre os valores das moedas.” (Assaf Neto, Alexandre – Mercado Financeiro, 2015, p.143). O câmbio é importante para o país equilibrar seu Balanço de Pagamentos, ou seja, a necessidade de ter um câmbio valorizado ou desvalorizado depende da estratégia de mercado em que o país em questão está inserido.

O câmbio de um país depende de fatores econômicos e políticos que afetam a expectativa dos agentes em relação a moeda doméstica e a moeda estrangeira. São comuns as crises cambiais em períodos de incerteza política e/ou econômicas, que normalmente geram grandes oscilações nas taxas de câmbio, ocasionando, muitas das vezes, mudanças na curva de tendência do câmbio.

O Brasil, por exemplo, teve uma forte crise cambial em 2002, ocasionada pelo estresse das eleições locais (frente a possível vitória do candidato Luiz Inácio Lula da Silva, não apreciada pela maioria do mercado), culminando nas taxas de câmbio mais desvalorizadas da história recente, perdendo somente para as taxas do final de 2015. A melhora dos indicadores externos e fiscais, que levou o país a condição de grau de investimento, no final de 2002, trouxe uma mudança da curva de tendência cambial, ocasionando uma apreciação constante da taxa câmbio, possibilitada pela entrada de divisas, em função dos superávits em transações correntes e



com os fluxos de capitais, que se manteve até a crise de 2008. Outra desvalorização do câmbio, também causada por fatores políticos, começou em meados de 2014 durante a crise no governo Dilma/Temer, que elevou o câmbio até o período de impeachment da ex-presidente.

No gráfico 2 pode-se verificar essas oscilações:

Gráfico 2 (Dados: BCB).

Essas oscilações cambiais são causadas por fatores internos e/ou externos, que determinam a demanda por dólar, sendo assim, o “mau-humor/bom-humor” dos investidores

frente a política e econômica causa oscilações maiores na taxa de câmbio. Os riscos país e cambial são as medidas mais usadas pelo mercado para obter as variações cambiais. O risco de câmbio é a tendência da moeda estrangeira se desvalorizar frente a moeda local, durante o período de investimento, fazendo com que o retorno da operação seja menor, sendo chamado de risco de variação cambial. O risco país é o diferencial da paridade coberta das taxas de juros, DPC, que é considerada a medida mais adequada da perfeita mobilidade de capitais. No caso de países desenvolvidos, o DPC entre eles é nulo, ou seja, não tem risco país, tendo a perfeita mobilidade de capitais. Porém, em países emergentes, como o Brasil, o diferencial da paridade coberta de juros é maior que zero, o que caracteriza a presença do risco país - falta de perfeita mobilidade de capitais.

Esse tipo de risco é considerado sistêmico, causando redução no preço dos ativos do país em relação a ativos idênticos em países desenvolvidos. Sendo assim, o risco país contamina todos os ativos financeiros emitidos no Brasil, não sendo passível de hedge. Portanto, o risco país reflete a situação econômica e financeira do país, além da estabilidade política e o histórico de suas obrigações financeiras.

II.1.2 – POLÍTICA CAMBIAL NO BRASIL

O regime cambial adotado pelo governo brasileiro é o sistema de flutuação, e quando ocorrem fortes oscilações no câmbio, a autoridades monetárias intervém no mercado adquirindo ou vendendo dólar. Mais popularmente, o sistema cambial passou a ser chamado de “flutuação suja”, isso porque a autoridade monetária se posiciona no mercado caso ocorra fortes oscilações nas taxas de câmbio, que afetam a inflação.

A política cambial do Banco Central do Brasil utiliza seus instrumentos de controle cambial com intuito de frear grandes oscilações no câmbio que podem causar desequilíbrios monetários. O BCB tem duas maneiras de comprar/vender dólar para controle cambial, no mercado de derivativos (swaps cambiais) ou no mercado à vista (reservas internacionais). O governo também pode interferir no câmbio sem a atuação do Banco Central, através de medidas

tributárias, contendo a entrada/saída de divisas do país. Em 2010, os EUA injetavam bilhões de dólares no mercado para estimular a economia do país durante a crise financeira internacional, e a mudança na tributação, feita pelo governo brasileiro, evitou a entrada excessiva de dólares no país, preservando a cotação da moeda, não prejudicando assim as exportações.

As atuações no mercado à vista podem ser esterilizadas ou não-esterilizadas. A esterilização é a operação com títulos públicos que promove o enxugamento de liquidez em moeda nacional, decorrente da compra de moeda estrangeira pelo BCB, ou no caso de venda de moeda estrangeira, a injeção de liquidez em moeda nacional. Quando há esterilização, o Banco Central não quer, com a intervenção, praticar política monetária, o que ocorrer quando não há esterilização. O problema da esterilização é que diminui muito a eficácia das intervenções sobre o nível da taxa de câmbio, tanto em magnitude quanto em duração. O Bacen segue um padrão de intervenções sucessivas e contínuas quando utiliza essa estratégia. Isso acontece pelo fato de que movimentos de grande volatilidade cambial possuem elevadas chances de serem seguidos por variações da taxa de câmbio nominal maiores ainda.

A partir de 2002, um novo instrumento de política cambial começou a ser praticado pelo governo brasileiro, a compra e venda de swaps cambiais. Esse instrumento possibilitou ao Banco Central a intervenção no câmbio sem precisar utilizar desembolso financeiro imediato. Foi visto, no tópico, anterior que vários fatores podem afetar a taxa de câmbio de um país e que, no caso do Brasil, o câmbio flutuante vem sofrendo intervenções pelo Banco Central. A utilização de derivativos como instrumento de controle cambial trouxe grandes impactos para a economia do país. Por meio dos swaps, o BC faz um contrato negociado na BM&FBovespa, em que se compromete a pagar a variação cambial do período de duração do contrato mais um cupom cambial e, em troca, recebe da contraparte (o agente financeiro que opera no mercado) a variação dos juros Selic. Na vigência desse contrato, os ajustes acontecem diariamente. Porém, o que acontece é a troca desses índices, não existindo transferência de capital. Isso quer dizer, portanto, que o investidor é protegido de uma alta do dólar, não sendo necessário expor seu capital em moeda estrangeira no mercado à vista.

Além de proteger o investidor, o principal objetivo que o Banco Central por meio desse tipo de operação é a busca do controle inflacionário, pois, ao frear a valorização do dólar, o BC impede que os importados se tornem mais caros. Nessa mesma linha ocorre um trade-off, isso

porque as exportações podem perder competitividade, se o dólar estiver muito depreciado em relação ao real e causar problemas na balança comercial. Por isso, as intervenções só ocorrem quando o Banco Central entende que existe um desequilíbrio nos níveis do câmbio que poderão causar problemas inflacionários e no balanço de pagamentos.

Intervenções do BCB:

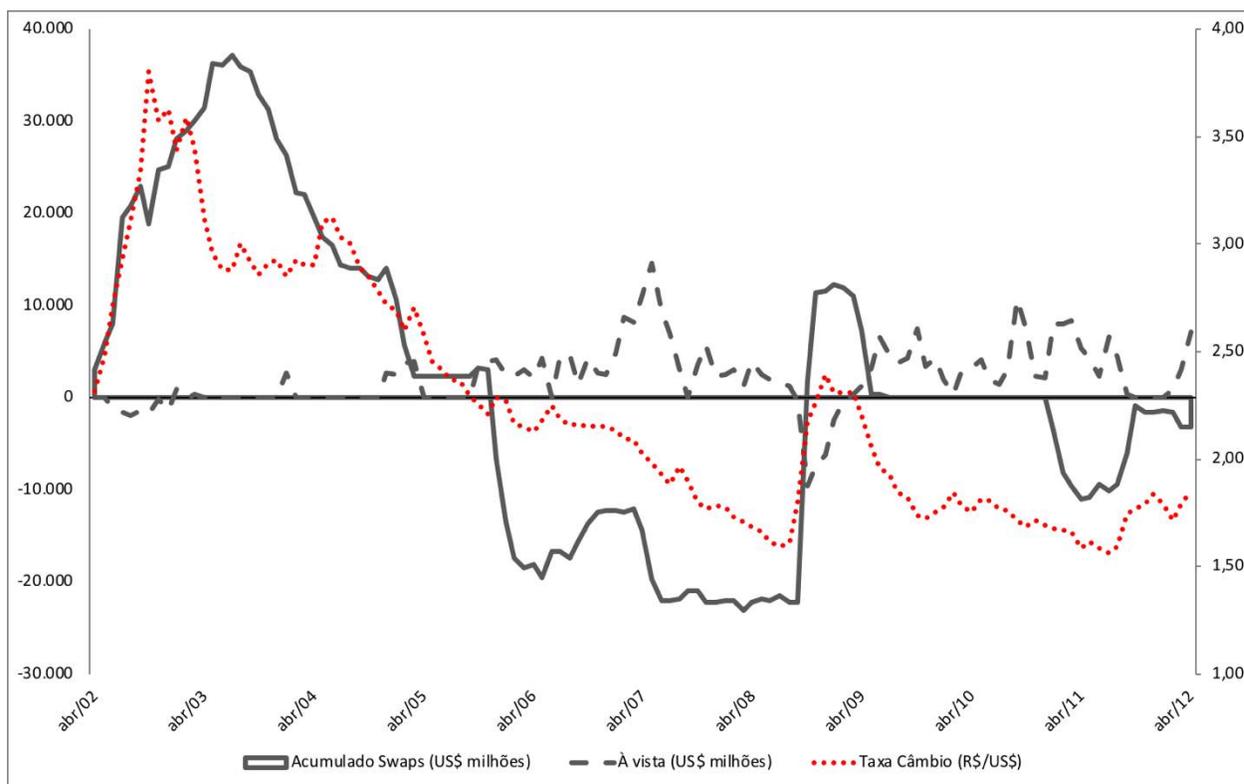


Gráfico 3 (Dados: BCB).

Obs.: “à vista” correspondem à soma dos itens “Pronto”, “Linhas com recompra” e “Empréstimos em moeda estrangeira” do Demonstrativo de variação das reservas internacionais.

Nota-se as operações de venda de dólares em períodos de forte desvalorização cambial: é o BCB intervindo para tentar conter uma depreciação considerada excessiva. As compras foram realizadas em períodos de valorização do real, tipicamente mais longos. O recurso a swaps foi particularmente intenso em 2002 e 2008, períodos de forte fuga de capitais e desvalorização do real. Também é possível observar que a intensidade e a frequência de compras aumentam a partir

do final de 2005, coincidindo com um longo período de pressão baixista sobre as cotações do dólar.

A expressiva utilização dos swaps cambiais, a partir de 2002, mostra como este instrumento vem se tornando a principal estratégia de controle cambial do BCB. Porém, muitos ainda criticam seus efeitos no câmbio e nas contas públicas. A seguir será feita uma análise para esclarecer seus impactos na taxa de câmbio.

II.2 – SWAPS CAMBIAIS E O IMPACTO DIRETO NA TAXA DE CÂMBIO

Segundo VENTURA e GARCIA (2012), analisando os dois principais mercados de câmbio no Brasil (à vista e futuro de curta maturidade) através do método de microestrutura, conclui-se que o mercado de dólar futuro é mais líquido do que o à vista e que o *locus* da formação da taxa de câmbio é no mercado futuro, sendo transmitida por arbitragem para o mercado à vista. Nessa abordagem, a variável central é o fluxo de ordem, sendo o impacto deste sobre a cotação o que se chama de pressão de preço.

“Chega-se a esta conclusão baseado em três resultados adicionais aos mencionados acima. Primeiramente, mostra-se que a cotação do dólar futuro nos dez minutos mais recentes afeta a cotação corrente do dólar à vista, mas o oposto não ocorre, indicando a precedência da cotação do dólar futuro sobre a do dólar à vista. Em segundo lugar se mostra que a cotação do dólar futuro não reage aos desvios na relação de equilíbrio de longo prazo entre as cotações destes dois mercados, enquanto a cotação à vista reage fortemente, ou seja, os desequilíbrios entre as duas cotações são resolvidos com mudanças na cotação à vista, ou, ainda, o dólar futuro “atrai” o dólar à vista, mas não vice-versa. Em terceiro lugar, o fluxo de ordem no mercado futuro tem elevado poder explicativo sobre as variações da cotação do dólar à vista, mas o inverso tampouco ocorre. Nos mercados de câmbio no Brasil, é “o rabo (o mercado futuro) que abana o cachorro (o mercado à vista)”.”

(VENTURA, A. & GARCIA, M. (2012) Mercados futuro e à vista de câmbio no Brasil: O rabo balança o cachorro.).

A partir dessa análise, pode-se concluir que o mercado cambial brasileiro é distinto dos outros mercados mundiais. As intervenções do Banco Central através de derivativos, mostra que o mercado de câmbio brasileiro tem maior volume operacional no mercado futuro do que no à vista, pelos motivos ditos anteriormente. Outro ponto é o tamanho das intervenções, que podem ser muito maiores no mercado futuro do que no à vista, isso porque não há desembolso de caixa imediato do BC no mercado futuro e pelo maior potencial de absorção de contratos que este mercado pode oferecer.

A correlação entre a posição acumulada em swaps cambiais (US\$ milhões) na economia e a taxa de câmbio (R\$/US\$) pode ser analisada com auxílio do gráfico abaixo:

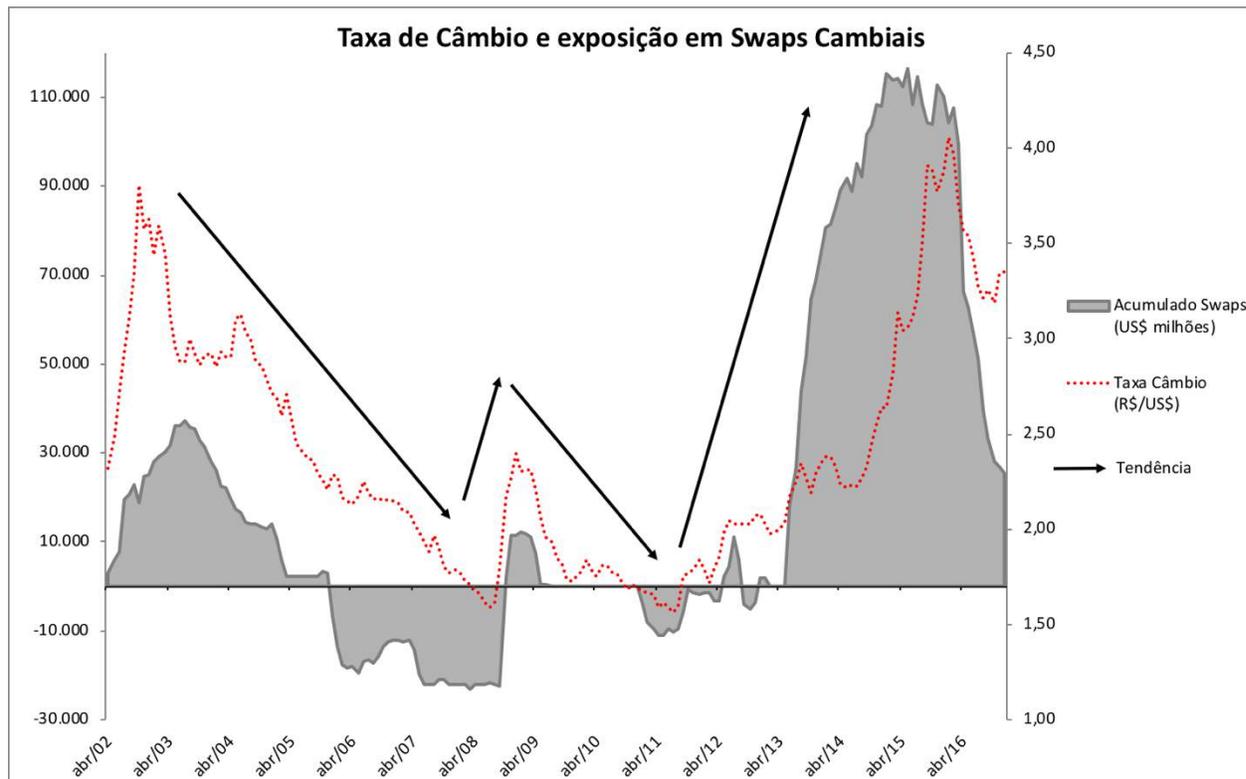


Gráfico 4 (Dados: BCB).

Através do gráfico 4 nota-se a tendência seguida por ambas as variáveis, acumulado de swaps cambiais e taxa de câmbio, mostrando a correlação entre elas. Nota-se também que os níveis da posição em swaps do BC não caracterizam diretamente a taxa de câmbio, ou seja, em 2003 a exposição em swaps cambiais estava em torno de 30 bilhões de US\$ para um câmbio ao

redor de R\$3,00, já nos anos de 2014 a 2015 foram necessários maiores exposições (entre 90 a 110 bilhões de US\$) para manter a taxa de câmbio nos níveis de R\$3,50. Isso ocorre devido as variáveis que impactam o câmbio, sendo tanto econômicas como políticas, alterando a formação da taxa de câmbio, que se dá pela lei de oferta e demanda. Algumas das variáveis que impactam a taxa de câmbio são: incertezas, que aumentam o risco país e risco cambial; fatores externos que afetem a moeda estrangeira; e as políticas do Banco Central.

Outra análise interessante obtida através do gráfico são as posições negativas em swaps cambiais no período de dezembro de 2005 a setembro de 2008. Quando isso acontece, o BC toma a posição contrária no mercado, ou seja, paga taxa de juros e recebe variação cambial, caracterizando assim o swap cambial reverso. Esse tipo de swap cambial é utilizado quando há uma expectativa de queda do dólar, elevando a oferta da moeda no mercado, tendo como objetivo frear a sua desvalorização.

Quanto às intervenções com swaps, as taxas dos leilões tradicionais, em que o BCB assume posições passivas em dólares, são muito voláteis e atingem valores mais elevados. Já as taxas dos swaps reversos, em que o BCB “compra dólares”, são mais estáveis. Isso decorre do fato de que os leilões tradicionais são mais usados em momentos de crises de desvalorização do real, e os reversos em períodos de normalidade, mas com tendência de valorização cambial.

“Viola et al (2009) testam os efeitos das ofertas pelo BCB de swaps cambiais e swaps cambiais reversos sobre a curva de cupom cambial, a volatilidade do cupom cambial e a volatilidade do dólar à vista. Os resultados mostram que apenas as ofertas de swaps apresentaram efeitos significativos sobre essas variáveis, impactando a curva de cupom cambial e a volatilidade do cupom cambial e do câmbio pronto. Já os efeitos dos swaps reversos não se mostraram significativos durante o período analisado. Para investigar os efeitos das intervenções do BCB durante a crise de 2008 sobre o mercado de câmbio brasileiro, Carvalho (2010) testa os efeitos dessas atuações sobre o nível e a volatilidade da taxa de câmbio e a liquidez do mercado. Seus resultados indicam que as operações promovidas pelo BCB durante a crise de 2008 foram capazes de alterar tanto a taxa e a volatilidade do câmbio quanto a liquidez do mercado. Os swaps e leilões à vista se mostraram mais efetivos na alteração da taxa de câmbio, enquanto os anúncios

e intervenções no mercado à vista influenciaram mais fortemente a volatilidade. Já a liquidez mostrou-se mais sensível às operações de swaps e empréstimos.” (BASTOS e FONTES, 2013).

Tomando como base todo o contexto e se apoiando no estudo de JANOT e MACEDO (2016), o pequeno impacto das intervenções programadas de swap cambial e de sua rolagem sobre o retorno da taxa de câmbio está alinhado com as expectativas dos agentes. Já que a autoridade monetária comunica a realização destes leilões de swap cambial, não ocorre surpresa no mercado. Quando as operações são discricionárias, o impacto da surpresa no mercado chega a ser cinco vezes o impacto das operações programadas, sendo o seu volume também relevante.

Dentro dessas exposições, pode-se concluir que a eficácia dos swaps cambiais, então, depende da confiança dos agentes na conversibilidade das moedas, sendo as reservas internacionais utilizadas como garantia para esse instrumento. Ou seja, além da possibilidade de intervenções por meio das reservas internacionais, o BC pode utiliza-las como garantia para os contratos de swaps vigentes e a serem negociados. Sendo assim, os swaps são eficazes como instrumento de controle cambial e ainda de manutenção das reservas internacionais, que podem ser uma arma contra possíveis crises.

CAPÍTULO III – DESCRIÇÃO DAS POLÍTICAS DE SWAPS CAMBIAIS NO BRASIL DE 2012 A 2016

INTRODUÇÃO

Neste capítulo será feita uma descrição da política cambial brasileira a partir de 2013 até 2016, mostrando os dados e a correlação existente entre as variáveis taxa de câmbio e swaps cambiais, através dos impactos da exposição em dólar (sob a forma de swaps cambiais obtidas ao longo do tempo pelo Banco Central) na taxa de câmbio. Primeiro será exposto o período de agosto de 2013 a março de 2015, onde o BC faz um programa de intervenção no câmbio com swaps chamado de “ração diária”. Depois do fim das intervenções diárias, será apresentada as intervenções discricionárias do Banco Central do Brasil, também via swaps cambiais, abril de 2015 a dezembro de 2016. Isso possibilitará fazer um estudo sobre as distintas formas de intervenção com a mesma ferramenta e seus diferentes impactos no mercado de câmbio, operações programadas versus operações discricionárias.

III.1 – RAÇÃO DIÁRIA (2013 A 2015)

A partir de final de agosto, o Banco Central começou a oferecer swaps cambiais e linhas de crédito em dólar, administrando de forma sistemática no que ficou conhecido como "ração diária". Em meio ao anúncio do FED de reduzir sua exposição no programa chamado de Quantitative Easing, em que este oferece liquidez no mercado com a proposta de recuperar o nível de atividade, o BC decide dar início aos leilões diários de swap cambial todas as segundas, terças, quartas e quintas-feiras, ofertando US\$ 500 milhões por dia e, às sextas-feiras, um leilão de venda de moeda com compromisso de recompra no valor de US\$ 1 bilhão por semana. A

política de intervenção continuaria até dezembro de 2013, mas foi sendo estendida conforme o BC achou necessário. Tal programa de intervenção cambial representa o maior entre os países emergentes.

Após o anúncio das intervenções, o impacto sofrido pela taxa de câmbio devido as expectativas dos agentes de mercado foi de uma forte correção durante 2 os dois primeiros meses de intervenção, saindo de R\$ 2,34 para R\$ 2,19, uma queda de 15 centavos. No gráfico abaixo, pode-se notar que até o início do segundo semestre de 2014, as intervenções conseguiram manter um patamar estável da taxa de câmbio, que girou de R\$ 2,20 a R\$ 2,40.

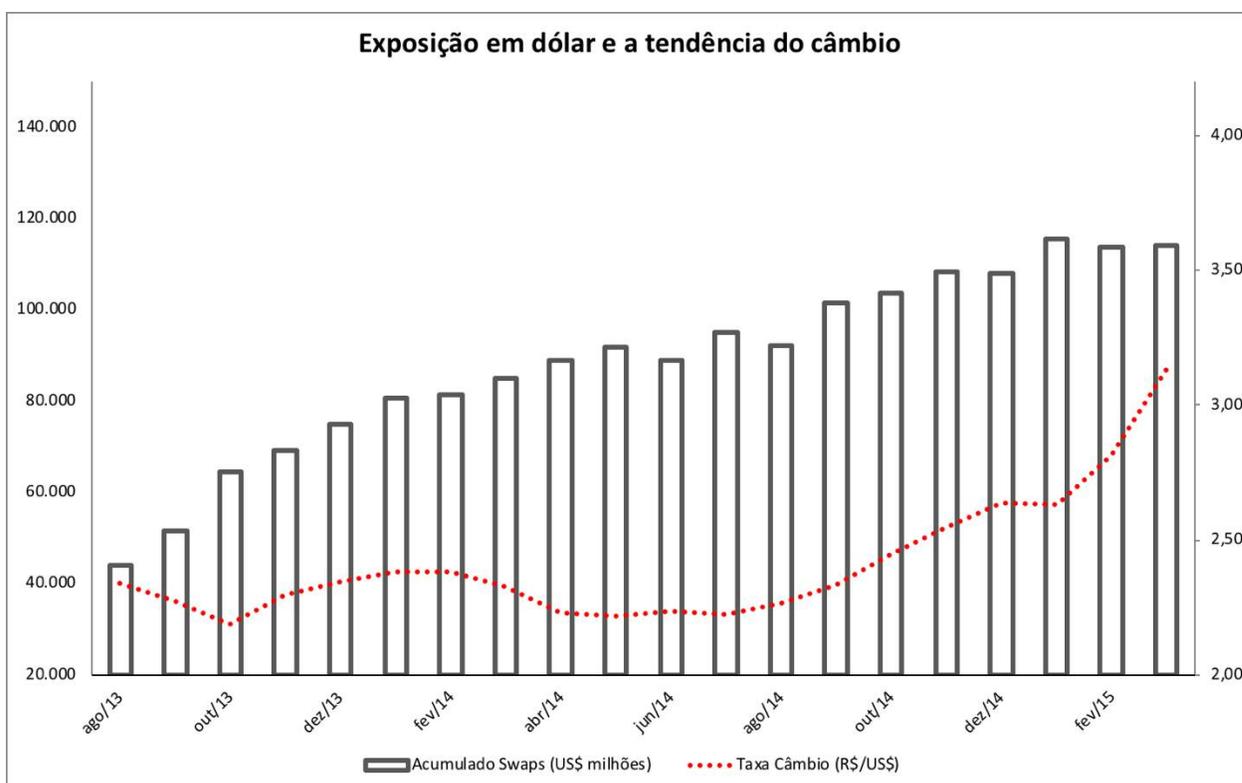


Gráfico 5 (Dados: BCB).

A eleição presidencial do Brasil, no segundo semestre de 2014, trouxe maior volatilidade para o dólar, ficando claro (pelo gráfico) a incerteza do mercado em relação a política do país. A morte de um dos candidatos (Eduardo Campos em um acidente aéreo) a menos de dois meses do primeiro turno, a disputa entre um candidato pró-mercado, Aécio Neves, e a reeleição da presidente Dilma Rousseff, não apreciada pela maioria do mercado, foram os principais motivos para esse aumento de incerteza dos agentes. Após o acidente do então candidato Eduardo Campos

até o primeiro turno da eleição, o Real depreciou cerca de 8%, com a volatilidade e o risco país seguindo a mesma tendência.

O aumento da incerteza refletido na taxa de câmbio, risco país e na volatilidade, não fizeram com que o Bacen alterasse significativamente as ofertas de swaps cambiais durante o mês de setembro. Mas, devido uma constante desvalorização da moeda, o BC decidiu aumentar a oferta de swaps em 90%, que foram absorvidas pelo mercado rapidamente. O impacto foi de curtíssimo prazo e o dólar caiu frente ao real por alguns dias. As eleições presidenciais foram para o segundo turno entre os dois candidatos com maior intenção de votos pelas pesquisas, Aécio e Dilma. A trajetória do Real seguiu depreciando e o risco país mostrava que a incerteza continuava alta.

A vitória da candidata e então presidente Dilma Rousseff, no segundo turno da eleição, já não era bem vista pelo mercado, tendo seu efetivo não causado muito impacto na tendência de desvalorização cambial. A autoridade monetária seguiu com sua razão diária programada no câmbio, aumentando marginalmente o número de contratos ofertados no mês de novembro. De dezembro a janeiro a depreciação do Real deu uma trégua, voltando a sua trajetória ascendente logo após esse período.

A crise política brasileira parecia que ia continuar. O país caminhava para uma das piores recessões econômicas de sua história. As taxas de desemprego aumentavam substancialmente e a inflação estava fora de controle. Pelo gráfico é possível observar uma valorização do dólar, que saiu da casa dos R\$2,60 e beirou os R\$3,20 após a população começar a protestar nas ruas. O Ministro da Fazenda Joaquim Levy havia anunciado, em janeiro, que a autoridade monetária não continuaria com as intervenções que ‘seguravam’ o câmbio artificialmente. Em fevereiro, o câmbio teve uma depreciação expressiva, o BC estava ofertando 30.000 contratos por leilão, 60% acima dos 18.800 ofertados em março e 37% acima dos 22.000 ofertados em abril. Mesmo com a presença mais firme do BC em quase todos os pregões do mês de fevereiro, o câmbio continuou a sua trajetória.

III.2 – INTERVENÇÕES DISCRICIONÁRIAS (2015 A 2016)

Após quase 2 anos utilizando os swaps cambiais de maneira contínua, o BC decide, no final de março de 2015, terminar com a chamada ração diária. Com o fim das intervenções diárias, esperava-se uma contínua da alta do dólar, pois o BC não estava artificialmente contendo uma possível valorização da moeda americana. Como o fato já era esperado pelo mercado, não foi esse o movimento observado no curto prazo, onde o câmbio, até junho de 2015, se manteve abaixo do patamar de março de 2015. Mas, no longo prazo, a tendência de alta do dólar manteve-se. O gráfico abaixo mostra o comportamento da taxa de câmbio e a diminuição da exposição em dólar do BC em forma de swaps cambiais.

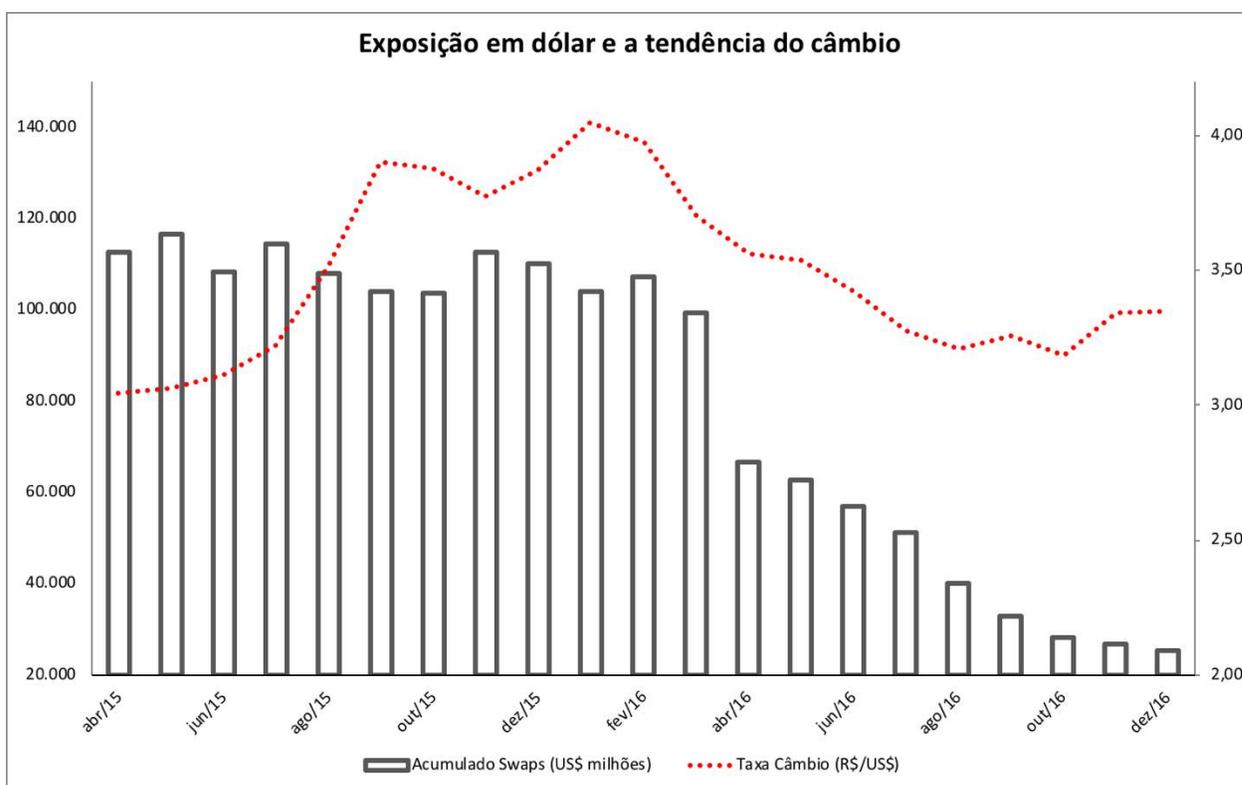


Gráfico 6 (Dados: BCB).

A economia brasileira, no segundo semestre de 2015, estava em uma forte recessão. A inflação ficou em 2 dígitos (10,48% acumulada de 12 meses em novembro), a taxa Selic chegou a 14,25% (dobrando o seu valor em menos de 2 anos), o PIB acumulou uma queda de 3,2% no terceiro trimestre. Como a incerteza sobre a economia brasileira estava alta, o risco país e a volatilidade também seguiram a tendência. Tudo isso foi transmitido para o dólar, que

ultrapassou R\$ 4,00 no mês de setembro. Vale lembrar que as cotações exibidas nos gráficos são de fechamento mensal. No intraday o dólar beirou os R\$4,25.

O Bacen ofertou uma quantidade habitual de swaps cambiais em todo o período, tendo aumentado o volume ofertado quando o dólar atingiu a máxima dos últimos anos, 4,25 no fechamento diário, chegando a colocar à venda 60mil contratos de swaps cambiais. O mercado, que se posiciona pelo menos com a metade dos contratos ofertados, comprou 85% da oferta. Com a intervenção atípica do BC, tendo sinalizado que a autoridade monetária utilizaria seus artifícios de forma ofensiva para conter uma depreciação descontrolada do real, a taxa de câmbio passou a oscilar abaixo dos R\$ 4,00, tendo uma queda até novembro de 2015. No início de dezembro foi aberto um processo de impeachment contra a presidente da república, denúncia de crime de responsabilidade fiscal e improbidade administrativa.

A partir de 2016 o cenário doméstico mudou drasticamente, a expectativa de mudança do governo e a troca da equipe econômica foi um sinal positivo para a economia doméstica. Isso foi visível pela precificação nos ativos, com a bolsa brasileira valorizando e a curva de juros futuros iniciando um movimento de redução de prêmio de risco. O dólar comercial, após 1,5 ano de alta, entrou em tendência de baixa. No gráfico é possível ver uma queda de mais ou menos 50 centavos na moeda em menos de 2 meses, um movimento muito atípico no câmbio, indicando um certo otimismo global com o futuro do país. Com a expectativa de melhora do cenário, o risco país diminui.

Em abril o Banco Central atuou intensamente no câmbio, ofertando uma grande quantidade de swaps cambiais reversos, com o intuito de atenuar a valorização expressiva do real. Durante esse mês, o Banco Central, através de seus dealers, realizou diversos leilões durante o dia com o intuito de firmar o maior número de contratos possível. Alguns especialistas na época afirmaram que o BC aproveitou o momento para reduzir o seu passivo. No final de março a autoridade monetária tinha uma posição líquida passiva de US\$ 99,5 bilhões. No final de abril o BC reduziu sua posição para US\$ 66,5 bilhões. A partir de então, a taxa de câmbio ficou abaixo dos R\$ 3,50, e o Banco Central continuou com sua estratégia de redução do seu passivo. Nesse mês, a autoridade monetária firmou 660.540 mil contratos reversos, valor três vezes maior do que

a média dos contratos tradicionais dos últimos dois anos (199.000 mil), com um valor nocional de US\$33 bilhões, três vezes maior do que a média do período (US\$ 10,2 bilhões).

O volume atípico de contratos ofertados conteve tanto a volatilidade do câmbio como a tendência que vinha sendo observada até a intervenção. O BC, que vinha ofertando swaps cambiais tradicionais até março de 2016, fez uso dos contratos reversos pela primeira vez depois da utilização das operações programadas. No segundo semestre, o cenário externo favoreceu a subida do dólar, o resultado das eleições americanas surpreendeu o mercado financeiro mundial com a vitória de Donald Trump para presidente dos Estados Unidos, pois contrariaram as pesquisas de intenções de votos e o consenso do mercado. Observou-se um movimento claro de “flight to quality”, onde os agentes financeiros tiram capital de ativos arriscados e procuram ativos mais seguros, como o ouro e a moeda japonesa.

O mercado brasileiro sofreu com esse movimento, o contrato de dólar futuro atingiu seu limite de oscilação diária (+6%) no intraday do dia 10 de novembro, e no dia 11 quando a cotação chegou a R\$3,50 no intraday o Banco Central realizou diversas intervenções para conter a alta da moeda, que recuou mais de R\$0,10 e fechou praticamente estável. As variáveis que impactam o câmbio também seguiram o movimento e subiram forte nos dias após as eleições. As intervenções para conter a subida da taxa de câmbio foram feitas com swaps cambiais tradicionais, que não vinham sendo usadas desde abril. Com o BC atuando para controlar a subida do dólar, as variáveis que impactam o câmbio voltaram para o padrão normal do período. Isso acontece porque há uma expectativa do mercado de que a autoridade monetária interferiria no mercado cambial para conter uma valorização expressiva da moeda americana. É possível ver que o Banco Central se fez presente não só nos dias após eleições americanas, mas atuou em vários momentos durante o mês de novembro. Nesse contexto, os agentes de mercado entenderem que o BC não tinha intenções de deixar a moeda americana voltar para patamares acima de R\$3,50, e iriam intervir para conter essa possível tentativa de apreciação da moeda.

CONCLUSÃO

O mercado à vista e o de swaps podem ser considerados mercados redundantes pelos seus objetivos, mas na prática, as intervenções devem ser feitas com o instrumento mais adequado para cada momento, isso porque precisam da credibilidade do mercado. Com as medidas em vigor, a autoridade monetária atuará com swaps e com venda de dólares com compromisso de recompra, certamente por ter identificado os dois tipos de demanda. As intervenções à vista feitas no Brasil são esterilizadas, pois não se quer, com elas, alterar a política monetária. Entretanto, de acordo com a literatura revisada, estas ações têm efeito pequeno e pouco duradouro sobre o nível da taxa de câmbio, o que faz com que tenham de ser feitas de maneira continuada para que seu efeito perdure. Mesmo assim, parecem alcançar o objetivo de reduzir a volatilidade em momentos de crise.

De agosto de 2013 até o final de 2015 o real se desvalorizou substancialmente, e nesse período a autoridade monetária fez uso exclusivamente de swaps cambiais tradicionais, ou seja, passivos em variação cambial (vendidos). Durante boa parte do período o Banco Central estava em um programa de razão diária, onde a oferta de swaps era programada e constante. Nas eleições de 2014 e no primeiro semestre de 2015 não foi possível evidenciar uma influência da autoridade monetária no câmbio. As intervenções, quando com maior volume, não contiveram a volatilidade e a tendência do câmbio no curto prazo. Já no segundo semestre de 2015, após o fim do período de razão diária, quando a cotação do dólar atingiu R\$4,00 a presença do BC foi capaz de conter a taxa de câmbio.

Após esse momento, quando o real passou por um período de forte apreciação, o BCB fez uso principalmente dos swaps cambiais reversos, aonde o BC fica ativo em variação cambial. No primeiro semestre de 2016 como nas eleições americanas, o BC conseguiu, no curto prazo, conter a forte apreciação do real e a volatilidade no câmbio.

Observa-se o fato do Banco Central, durante o período de razão diária, não ter tido sucesso no controle do câmbio e volatilidade em períodos de crise, podendo ser um possível padrão. Devido sua atuação ser diária e previsível, já havia uma pressão artificial no câmbio, contendo uma possível desvalorização mais forte do real e o aumento de sua volatilidade. Uma possibilidade era um aumento relevante do volume de contratos ofertados, que poderia ter apresentado algum efeito.

Com o fim do programa de razão diária havia, não havia uma certeza do mercado quanto a atuação da autoridade monetária no câmbio. Não havia uma liquidez constante de swaps cambiais no mercado segurando artificialmente a cotação da moeda e sua volatilidade. Quando houveram momentos de stress, o BC obteve sucesso quando atuou no mercado de cambio. Um exemplo o foi no segundo semestre de 2015, quando o dólar superou os R\$4,00 a autoridade monetária ofertou uma quantidade relevante de swaps cambiais tradicionais, e sinalizou que continuaria presente no mercado fornecendo liquidez para os investidores. Outro foi quando o BC fez uso dos swaps cambiais reversos, no primeiro semestre de 2016, ofertando um número atípico de contratos, que nitidamente reduziu a volatilidade do dólar e conteve a forte apreciação do real, possivelmente atribuída a presença firme da autoridade monetária no câmbio.

Então, pode-se chegar a algumas conclusões: durante períodos de intervenção sistemática no câmbio via swaps cambiais, um choque no câmbio e sua volatilidade no curto prazo serão mais proeminentes dado a existência previa de derivativos sendo ofertados diariamente no mercado financeiro, e talvez um aumento relevante do número de contratos ofertados pelo BC consiga conter um movimento mais forte das variáveis citadas acima; podemos concluir também que em períodos aonde a oferta de swaps cambias não é sistêmica e só é feita em situações pontuais, o efeito, pelo menos no curto prazo, é visível no câmbio e em sua volatilidade.

Tomando como base o período descrito, conclui-se que:

- i) as intervenções, quando foram feitas de maneira inesperada pelo mercado, impactaram o nível da taxa de câmbio mais fortemente do que as intervenções antecipadas, e de maneira persistente;
- ii) as intervenções parecem ser uma resposta do BCB a um determinado movimento da taxa de câmbio (compras de dólar ocorrem após um período de apreciação do real e vendas de dólar ocorrem após um período de depreciação do real);
- iii) o tamanho das intervenções afetou a amplitude dos impactos, porém essa relação não é linear. Assim, podemos concluir que o BCB tem capacidade de afetar as condições do mercado e o sentimento dos participantes quando as intervenções são realizadas surpreendendo o mercado e com tamanho adequado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Dados:

<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>

http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/mercado-de-derivativos/resumo-das-operacoes/estatisticas

Artigos:

http://www.ie.ufrj.br/oldroot/hpp/intranet/pdfs/crise_economica_radiografia_e_solucoes_para_o_brasil_29_outubro_2008.pdf

BASTOS, E. K. X.; FONTES, P. V. da S. Mercado de câmbio brasileiro, intervenções do Banco Central e controles de capitais de 1999 a 2012. Rio de Janeiro: Ipea, 2013 (Texto para Discussão, no prelo).

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Gestão da dívida mobiliária e operações de mercado aberto. Diretoria de Política Econômica, Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais, jan. 2012 (Série Perguntas mais frequentes).

FERNANDES, A. V. Microestrutura do mercado cambial brasileiro: comparação do mercado à vista e futuro. 2008. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

Araújo, Gustavo & Barbedo, Cláudio & Bessada, Octávio - Mercado de Derivativos no Brasil. Conceitos, Operações e Estratégias; Editora Record. 2005.

Assaf Neto, Alexandre – Mercado Financeiro / Alexandre Assaf Neto. – 13. ed. – São Paulo: Atlas, 2015.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. Economia monetária. 7. Ed. São Paulo: Atlas, 1997.

LIMA, B. P. (2014). Swap Cambial: a arma do BC contra a valorização do dólar. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/blogs/descomplicador/swap-cambial-a-arma-do-bc-contra-a-valorizacao-do-dolar/>.

GARCIA, M. ; VOLPON, T. (2014). "DNDFs: a more efficient way to intervene in FX Markets?". Texto para discussão nº621. Departamento de Economia, PUC Rio.

GARCIA, M. & URBAN, F. O mercado interbancário de câmbio no Brasil. Rio de Janeiro: Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2004. (Texto pra Discussão, n. 509).

VENTURA, A. & GARCIA, M. (2012) Mercados futuro e à vista de câmbio no Brasil: O rabo balança o cachorro, Texto para discussão, PUC-Rio, No. 563.

NEELY, C. J. Are changes in foreign exchange reserves well correlated with official intervention? St. Louis: Fed, 2000. (Working Paper, n. 28).

JANOT, M. & MACEDO, L. (2016) Efeitos das Intervenções Cambiais sobre a Taxa de Câmbio Futura no Brasil, FGV.