

# O que fazer com os swaps cambiais do BC?

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>  
25 de março, 2015

*O BC deveria anunciar a rolagem integral dos swaps cambiais, com vista a extinguir o programa, assim que possível.*

O programa de swaps do BC foi inicialmente muito bem sucedido. Frente à pressão generalizada sobre as moedas de mercados emergentes, em maio de 2013, na esteira do anúncio da decisão do FED de pôr fim ao programa de expansão quantitativa (QE), o BC brasileiro começou a intervir no mercado cambial por meio de swaps cambiais.

Como detalhado em meu artigo, coautorado com Tony Volpon e Wenersamy Alcântara (Texto para discussão, PUC-Rio, número 621), o BC realizou intervenções iniciais, de forma ad hoc, entre junho e meados de agosto de 2013. O gráfico mostra que, durante esse período, anterior ao anúncio oficial do programa, as colocações dos swaps foram substanciais, atingindo US\$41 bilhões em 100 dias úteis. Sem embargo, a taxa de câmbio continuou a depreciar.

Em 22 de agosto de 2013, o BC decidiu mudar a forma de intervir, anunciando um plano de intervenções até o final daquele ano, no qual ele se comprometia a fornecer ao mercado uma ração diária de US\$500 milhões em swaps cambiais, de segunda a quinta, e um leilão de linha de crédito em dólares de US\$ 1 bilhão, toda sexta-feira. Como mostra o gráfico, o primeiro anúncio está associado a forte reversão da tendência da taxa de câmbio, que passou a se apreciar (cair).

Em outro artigo, em coautoria com Marcos Chamon e Laura Souza (Texto para discussão, PUC-Rio, número 630), utilizando a técnica de controles sintéticos, que envolve a comparação com outras moedas, mostramos que, de fato, pode-se atribuir ao primeiro anúncio o mérito de ter revertido a tendência da taxa de câmbio. Não identificamos, contudo, um comportamento diferente da volatilidade em relação aos demais países. Ou seja, a justificativa usual das intervenções -- reduzir a volatilidade -- não parece válida para o caso brasileiro. Já para o anúncio de renovação do programa em bases mais reduzidas, no dia 18 de dezembro de 2013, não encontramos nenhum efeito, quer sobre o nível, quer sobre a volatilidade da taxa de câmbio.

Como mostra o gráfico, o programa foi estendido duas vezes mais. As extensões do programa foram um erro. Tendo a volatilidade caído, não havia mais razão para o BC continuar intervindo. Dado que o regime é de câmbio flutuante, o BC deve intervir apenas em situações excepcionais, como a que se seguiu ao anúncio do fim do QE.

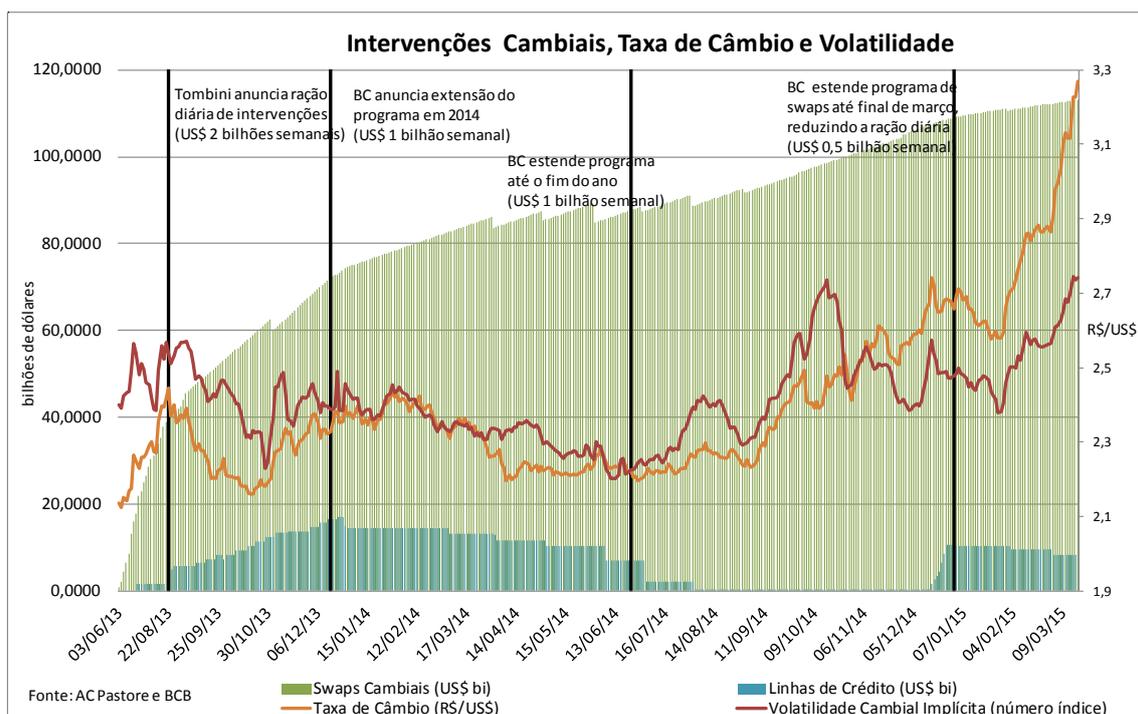
A manutenção do programa, além do período de sua eficácia, acabou gerando um problema para o BC. Se não houvesse hoje um estoque tão substancial de swaps cambiais (cerca de US\$114 bilhões), o BC poderia intervir mais livremente em situações de falta de liquidez e alta volatilidade. No entanto, não pode fazê-lo sob o

---

<sup>1</sup>Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira a cada mês.

risco de gerar expectativas de que estaria tentando impedir o ajuste da taxa de câmbio. Isto poderia fomentar a especulação contra o real. Infelizmente, o programa de swaps cambiais trilhou caminho semelhante aos das políticas monetária e fiscal: foram usadas de forma equivocada por muito tempo, provavelmente com fins eleitorais, e agora não estão disponíveis para ajudar o país a sair da recessão.

Neste momento, dado o alto grau de volatilidade nos mercados cambiais, o BC deveria anunciar que rolará integralmente o atual estoque de swaps cambiais até que, em conjuntura mais favorável, possa começar a deixar os swaps vencerem gradualmente.



### Nota:

Inoportuna, injusta e extemporânea a nota do BC fazendo alusão às elevadas taxas de inflação quando Affonso Celso Pastore foi presidente do BC, na década de 80. Não há nada naquele episódio histórico que ajude a relativizar o desempenho ruim do BC no controle da inflação nos últimos anos (5,91% em 2010, 6,50% em 2011, 5,84% em 2012, 5,91% em 2013 e 6,41% em 2014, para uma meta de 4,5%). São duas realidades completamente distintas. O BC não pode se portar como um jogador de futebol destemperado que, quando confrontado com críticas sobre seu mau desempenho, responde malcriado que o crítico não teria jogado melhor. O episódio recente se soma à malograda tentativa de processar outro ex-dirigente do BC, Alexandre Schwartzman, também por críticas à atuação da autoridade monetária. O BC deveria ser melhor que isso!