

Taxa de Câmbio e Derivativos Cambiais

Márcio G. P. Garcia¹

Nos primeiros sete meses de 2024, a taxa de câmbio depreciou-se 15,8%, de 4,89 para 5,66 R\$/US\$. No mesmo período, as previsões do mercado financeiro para a taxa de câmbio ao final de 2024 passaram de 5,00 para 5,30 R\$/US\$.

Muito se debateu sobre as causas da depreciação do real. Dentre as causas externas, ressalta-se a percepção pelo mercado financeiro de que o *Fed* manteria a taxa dos *Fed funds* mais elevada por mais tempo para combater uma inflação mais renitente do que a princípio se supunha. No front doméstico, a deterioração das perspectivas fiscais, aliada à percepção de que o Presidente da República não daria mão forte à equipe econômica, teria sido importante para impulsionar a taxa de câmbio do real para além das de seus pares. Também seria fator importante a incerteza sobre a transição no comando do BC ao final do ano.

Determinar as causas dos movimentos da taxa de câmbio, bem como prevê-los, é a pedra filosofal dos estudiosos de economia internacional. É trabalho inglório. Quando bem-sucedido, geralmente dura pouco. Não obstante, é grande o esforço de pesquisa devotado ao entendimento dos mistérios do câmbio. Assim, é provável que a discussão sobre as causas da acentuada depreciação recente permaneça por muito tempo.

Em paralelo à discussão sobre as causas da subida recente do dólar, há outra, sobre como se deu, de forma mais mecânica, tal movimento. Sempre que o preço de algum ativo financeiro sobe, isso se dá, claro, porque há mais pressão compradora do que vendedora. O preço do ativo sobe exatamente para igualar a demanda à oferta. Não é diferente do preço do tomate na feira quando, por exemplo, chuvas fortes reduzem a quantidade de tomates disponíveis para a venda.

Portanto, se o dólar subiu tanto do início do ano até agora, seria de se esperar haver mais compradores de dólares do que vendedores. Entretanto, o exame das estatísticas do mercado cambial, publicada pelo BC,² mostra que o volume total de dólares que entrou no país superou o volume que saiu por 13,18 bilhões de dólares, nos sete primeiros meses deste ano. Não teria a lei da oferta e da demanda funcionado?

O aparente paradoxo é explicado pela complexidade dos mercados cambiais no Brasil. Aqui, os mercados de derivativos cambiais (dólar futuro e cupom cambial)³ são os mais líquidos. E a taxa de câmbio é formada no mercado futuro de câmbio, em vez de no mercado à vista, em contraste com a regra internacional.⁴

As estatísticas disponibilizadas pela B3, onde tais derivativos são negociados, nos permitem olhar o comportamento de algumas classes agregadas de agentes. E, para episódios anteriores de grande depreciação cambial, observa-se geralmente aumento significativo da posição comprada em dólar dos investidores não residentes. Comprar esses derivativos cambiais é semelhante a

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>).

² Série 13961, Movimento de Câmbio Contratado – Saldo, disponível no site do BC. Houve entrada de US\$ 56,06 bilhões no câmbio comercial e saída de R\$ 42,88 bilhões no câmbio financeiro.

³ Deixarei de lado aqui opções e outros derivativos não lineares, cuja dimensão é menor.

⁴ Ventura e Garcia, Mercados futuro e à vista de câmbio no Brasil: O rabo abana o cachorro, *Revista Brasileira de Economia*, v66, 2012.

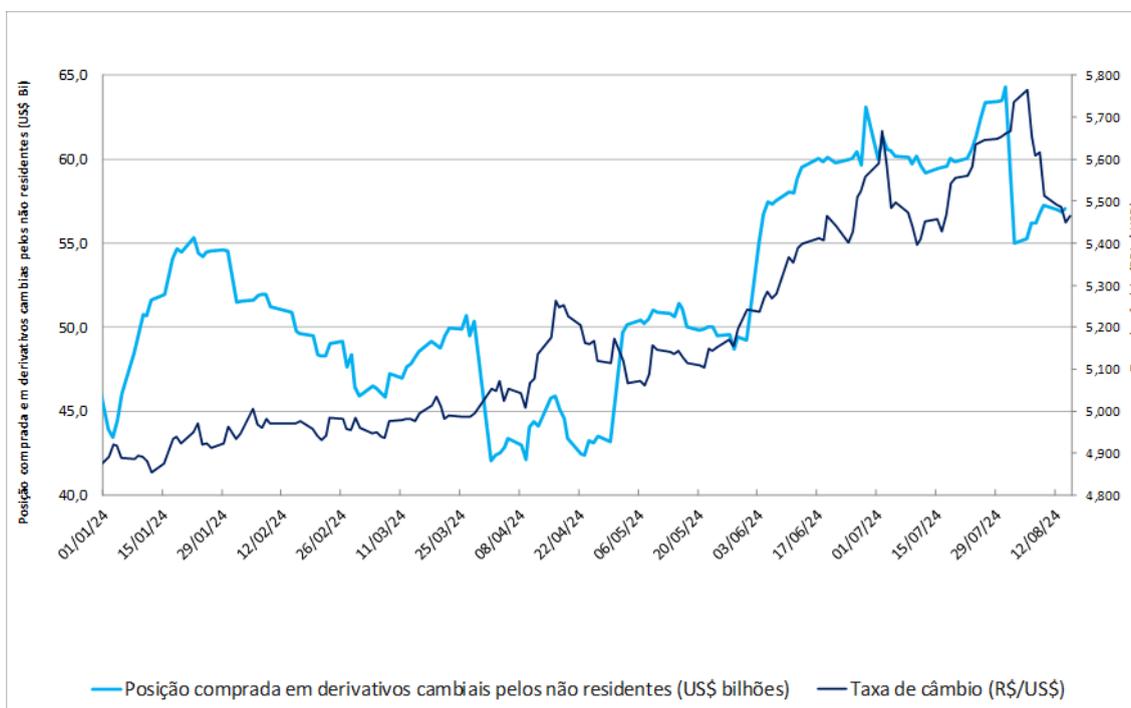
comprar dólares, pois o ganho financeiro é o mesmo. Mas não há troca de moeda estrangeira, física ou virtual. Tudo é cursado em reais.

O gráfico mostra a evolução da taxa de câmbio (R\$/US\$) neste ano. Mostra também a posição comprada em derivativos financeiros (dólar futuro e cupom cambial) pelos investidores não residentes. Fica claro que ambas as séries se movem em conjunto.⁵ E também o aumento da posição dos estrangeiros nos sete primeiros meses do ano, de 20,4 bilhões de dólares, superou a entrada líquida de dólares do câmbio à vista, citada anteriormente. Além disso, muitos fundos domésticos também compraram derivativos cambiais no período (US\$ 6,3 bilhões). Em princípio, portanto, não parece que o mercado cambial deixou de obedecer à lei da oferta e da demanda.

É também nos mercados de derivativos cambiais que o BC faz a maior parte de suas intervenções cambiais. Como argumentei no artigo do mês passado (*O susto recente do câmbio, Valor, 17/7/24*), isso não é razão para argumentar que o BC deveria ter intervindo para arrefecer a subida do dólar. Um dos elementos fundamentais do tripé macroeconômico é o câmbio flutuante. Justamente no momento em que os investidores nutrem temores de enfraquecimento dos outros dois pilares do tripé, o fiscal e o monetário, uma intervenção do BC no câmbio, sem clara disfuncionalidade dos mercados cambiais, poderia alimentar a crença de que o combate à inflação passaria a ser feito via contenção artificial da taxa de câmbio. O que poderia acirrar a compra de derivativos cambiais. Ou seja, o tiro poderia muito bem sair pela culatra.

Taxa de Câmbio e Posição dos Estrangeiros em Derivativos Cambiais

O que move a taxa de câmbio são os derivativos cambiais



⁵ A correlação entre as duas séries é 0,73.