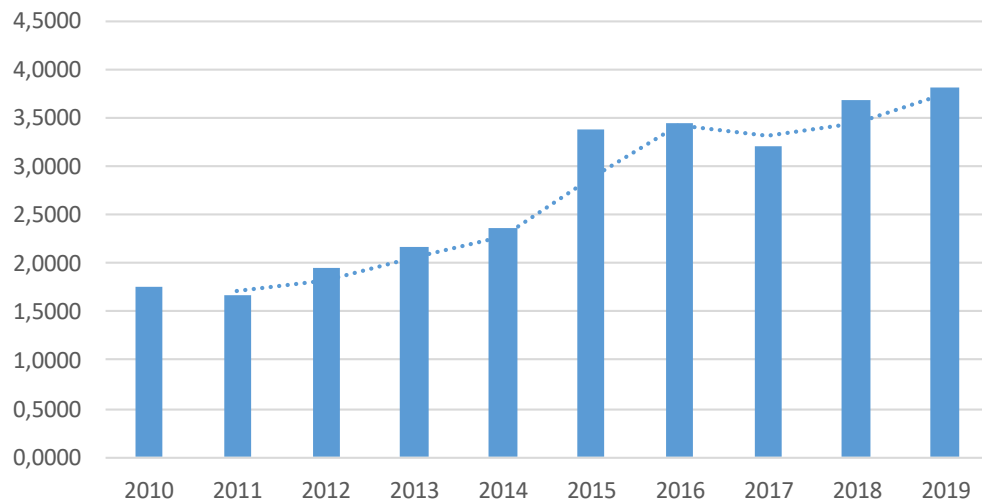


Por que a taxa de câmbio não voltou a se apreciar depois da crise financeira de 2014?

Marco Flávio da Cunha Resende
CEDEPLAR-UFMG

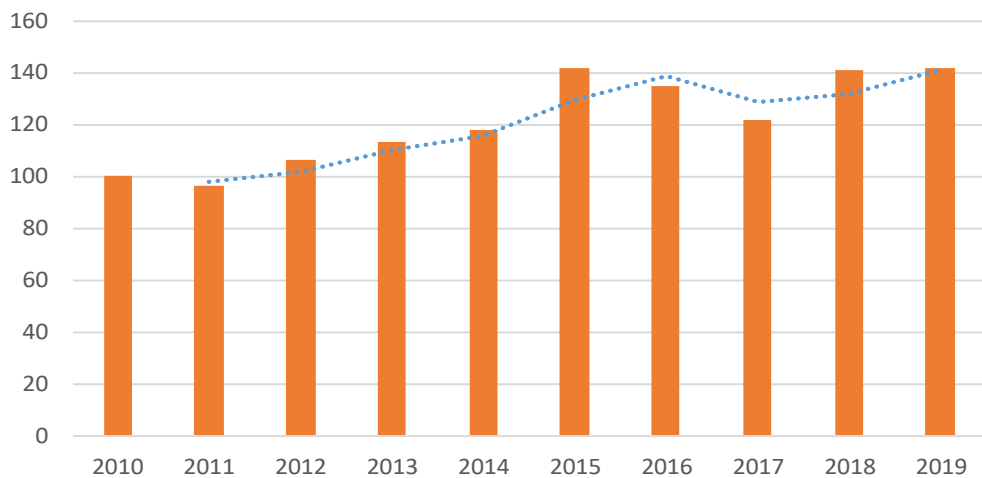
resende@cedeplar.ufmg.br

Taxa de Câmbio Nominal (média anual)



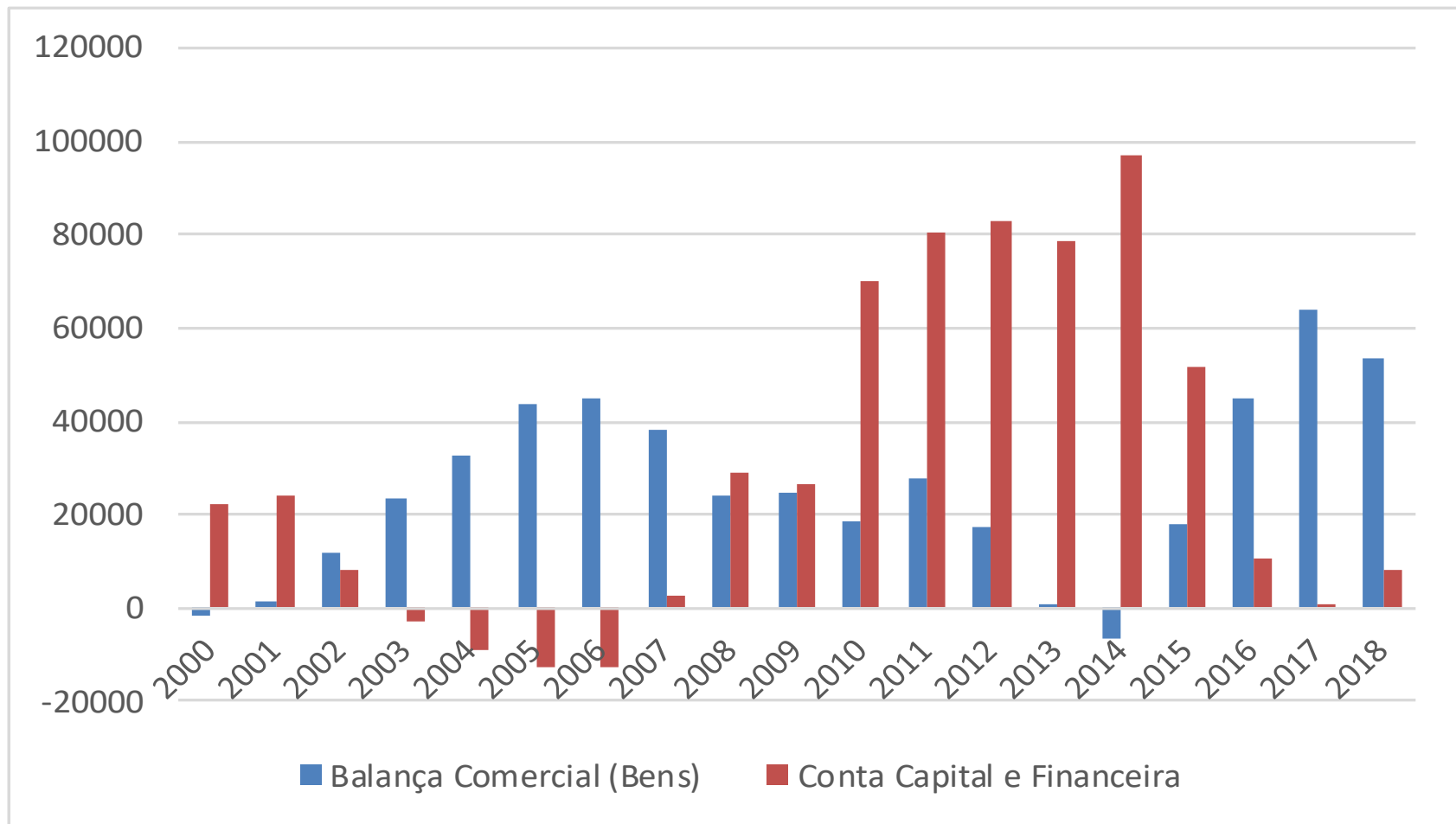
Fonte: Banco Central do Brasil. Para 2019, média de janeiro a julho.

Taxa de Câmbio Efetiva Real (média anual)

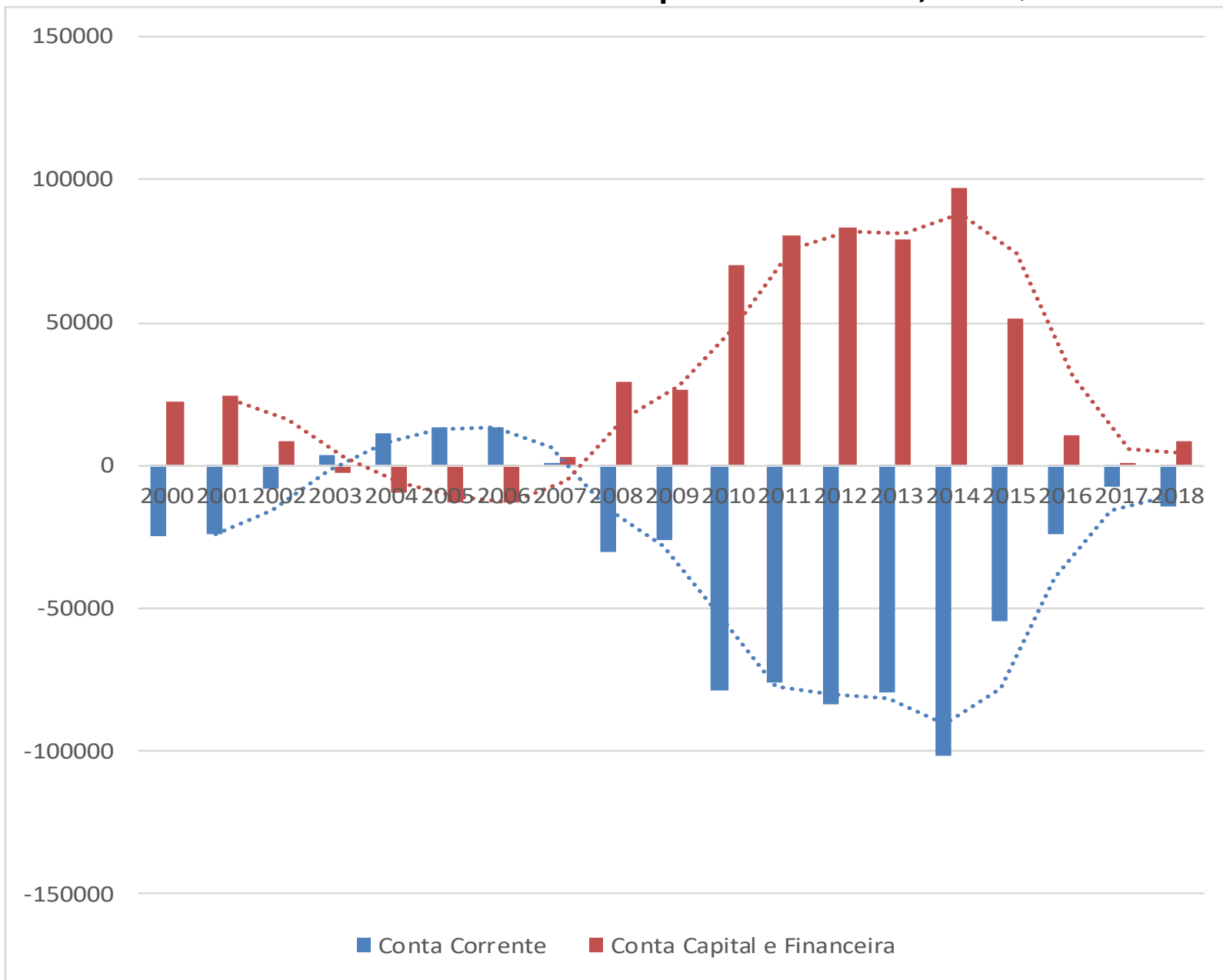


Fonte: IPEA-Ipeadata. Para 2019, média de janeiro a julho.

Saldo Comercial e da Conta Capital e Financeira, em US\$ milhões



Saldo em Conta Corrente e da Conta Capital e Financeira, em US\$ milhões



Determinação da Taxa de Câmbio

Mercado Primário de câmbio, cuja intermediação é feita pelos bancos → conjunto de contratos de câmbio entre residentes e não residentes: compra e venda de divisas para importação, exportação, investimentos no país e no exterior, etc.

Mercado Interbancário: *lócus* de negociação de divisas para ajuste da posição de câmbio dos bancos

Posição de câmbio dos bancos (interbancário): resultado líquido das operações dos bancos no mercado de câmbio à vista e para entrega futura, apurado em dólares

Intervenções do Banco Central (BC): realizadas no mercado interbancário, impactando a posição de câmbio dos bancos e as reservas cambiais do BC

A taxa de Câmbio depende de:

1- fluxo cambial líquido no mercado primário

2- variação da posição de câmbio dos bancos (comprada/vendida) –
operações de linha: são as únicas operações de câmbio entre residentes (bancos) e não residentes que não exigem contrato de câmbio, logo não constam no fluxo cambial

3- intervenções do Banco Central

O câmbio pode não variar na direção apontada pelo fluxo cambial líquido (conta financeira e conta corrente) devido a mudanças na posição de câmbio dos bancos:

mesmo com entrada (saída) líquida de dólares o Real pode se depreciar (apreciar) quando os bancos querem aumentar sua posição comprada (vendida) em dólares.

A mudança na posição de câmbio dos bancos está ligada ao mercado futuro de câmbio, no Brasil.

No Brasil,

Não há contratos de câmbio no mercado futuro de câmbio, sendo as operações liquidadas em reais, isto é, não há negociações em dólares

Mas,

O mercado futuro (derivativos) de câmbio afeta o mercado a vista por meio das variações nas posições dos bancos, que, por sua vez, resultam da arbitragem realizada pelos bancos

Três categorias atuam no mercado futuro de câmbio, e sua interação garante a liquidez deste mercado: especuladores, exportadores (hedge e especulação) e arbitradores (bancos)

Liquidez no mercado futuro de câmbio:

desde 2000 os não residentes passaram a ter permissão para atuar no mercado futuro da BM&F, ampliando a liquidez do mercado futuro de câmbio no Brasil (não há limites de exposição, exceto para bancos, cuja exposição cambial é restrita a 5% do patrimônio de referência)

No Brasil, o tamanho do mercado futuro de câmbio é desproporcionalmente maior que o mercado a vista *vis-à-vis* outros países

Investidores globais utilizam contratos no mercado futuro de câmbio brasileiro como *proxy* de derivativos de moedas emergentes que são altamente correlacionadas ao real (lira turca, rand sul-africano, etc), já que seus países de origem não possuem mercados de derivativos organizados, líquidos e profundos (Prates, 2009).

Devido à maior liquidez do mercado futuro, no Brasil, a taxa de câmbio se forma primeiro no mercado futuro, sendo transmitida por arbitragem ao mercado a vista (Garcia e Urban, 2004; Dodd e Griffith-Jones, 2007; Prates e Farhi, 2009; Rossi, 2014)

Por exemplo:

Havendo expectativa de apreciação da taxa de câmbio no mercado a vista, aumenta a posição vendida de especuladores e exportadores no mercado futuro, levando à apreciação cambial nesse mercado e ao aumento do cupom cambial (o prêmio, que deveria corresponder ao diferencial de juros doméstico e externo, cai abaixo desse valor). Logo, arbitradores (bancos) assumem a ponta comprada do mercado futuro de câmbio e, ao mesmo tempo, captam recursos no exterior (operações de linha) para venderem dólares no mercado a vista doméstico, transmitindo para o mercado a vista a apreciação cambial do mercado futuro.

O que parece estar ocorrendo nos últimos anos no Brasil:

A crise econômica brasileira iniciada em 2014 e intensificada a partir de 2015, aliada à guerra comercial e desaceleração econômica de USA e China, letargia da economia da Zona do Euro e crise na Argentina (parceira comercial), levou ao aumento da incerteza no sistema financeiro internacional → fuga para a liquidez, com riqueza alocada inclusive em títulos com retorno negativo (cerca de US\$ 16 trilhões) → curvas de juros invertidas

Disto resultam expectativas de depreciação cambial no mercado a vista brasileiro → aumenta a posição comprada de especuladores (e exportadores) no mercado futuro → cai o cupom cambial (prêmio fica acima do diferencial de juros doméstico-externo) → bancos (arbitradores) aumentam sua posição vendida no mercado de câmbio futuro e assumem a ponta comprada no mercado a vista → depreciação da taxa de câmbio

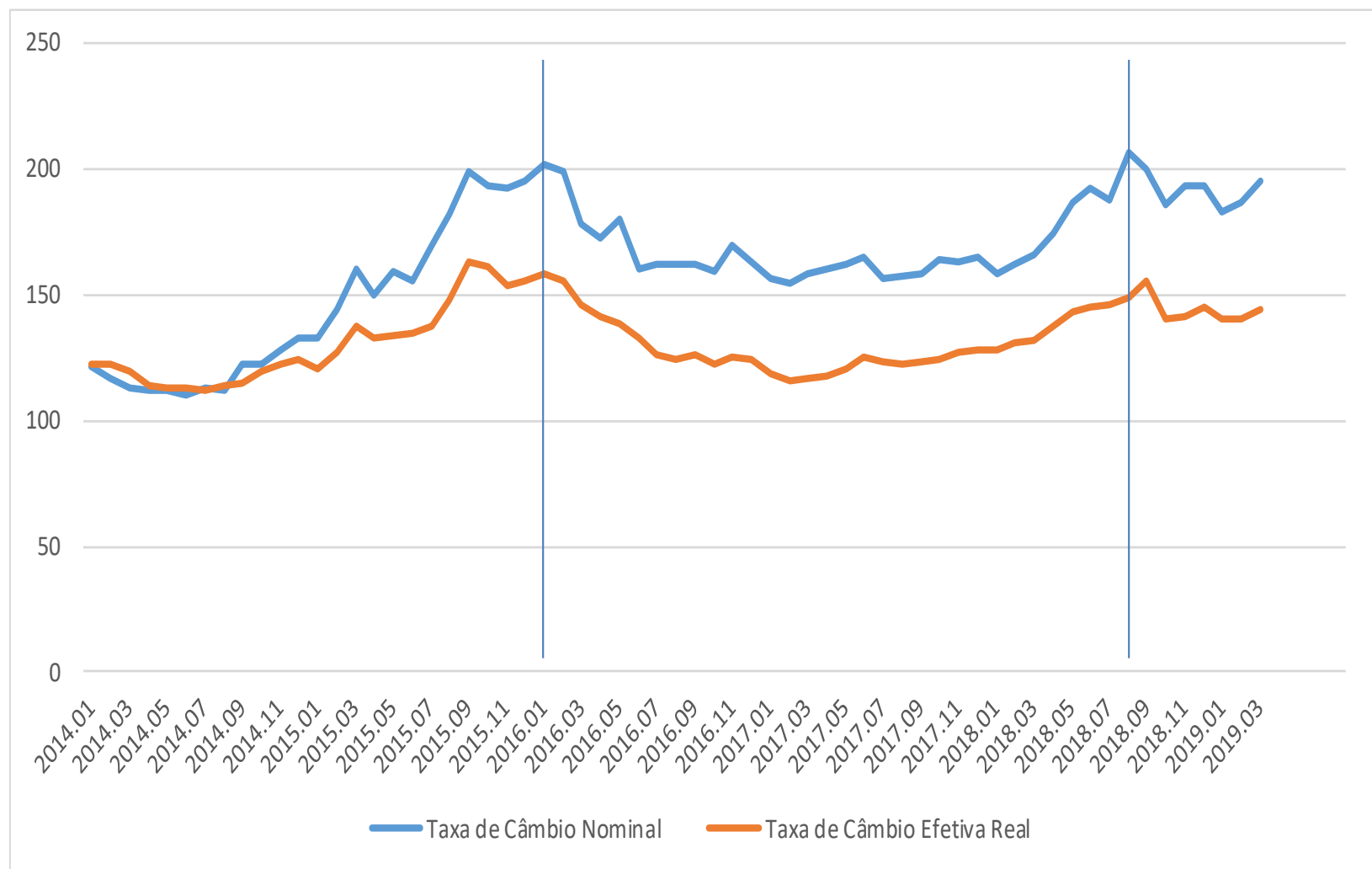
Mini Dólar Futuros, Brasil, BM&FBovespa:WDOc1, M



Investing.com

Câmbio Futuro, 1 mês a frente

Taxas de Câmbio Nominal e Efetiva Real – Spot, 2014.01-2019.03



Fonte: Banco Central do Brasil; IPEA-Ipeadata

Ou seja,

O câmbio pode não variar na direção apontada pelo fluxo cambial líquido (conta financeira e conta corrente) devido a mudanças na posição de câmbio dos bancos:

mesmo com o fluxo líquido de divisas em 2017 e 2018 próximo de zero, o Real tem se depreciado quando os bancos aumentam a posição comprada em dólares.

Isto mostra a importância da dimensão financeira na determinação da taxa de câmbio

Keynes (1923) já apontava, com sua Teoria da Paridade da Taxa de Juros, o papel dos fluxos financeiros na determinação da taxa de câmbio presente (*spot*) a partir da arbitragem com taxas de câmbio *spot* e futura.

Exemplo de Keynes:

$i_{GB} < i_{USA}$, mas no mercado futuro a libra tende a se valorizar em relação ao dólar

Haverá no presente um aumento do influxo de capitais para a Inglaterra e da demanda por libra

A libra se valorizará no presente em relação ao dólar, e a taxa de câmbio *spot* convergirá para o nível da taxa de câmbio no mercado futuro.

A arbitragem com taxas de câmbio a vista e futura é similar à estratégia de *carry trade* (Prates e Farhi, 2009; Burnside et al., 2006):

Operações de *carry trade* envolvem o fluxo cambial no mercado primário (a vista) de câmbio (investimento de carteira) e o mercado futuro:

se $i > i^*$, quanto mais próximo o câmbio futuro estiver do câmbio a vista, maior será o cupom cambial, levando a ganhos de arbitragem – captação de recursos no mercado externo e aplicação em ativos domésticos, e, simultaneamente, compra de divisas estrangeiras no mercado futuro, garantindo a cobertura cambial do passivo externo

Carry Trade:

operações buscando um duplo ganho decorrente do diferencial de juros e apreciação da moeda na qual o ativo com juros mais alto é denominado.

mostra que desequilíbrios na conta financeira do balanço de pagamentos e no mercado de câmbio podem ir se perpetuando e não serem aleatórios ou erráticos

mostra o papel dos fluxos financeiros na determinação da taxa de câmbio

O *Carry Trade* tornou significativos os fluxos de Investimento em Carteira, elevando sua importância na determinação da taxa de câmbio, devido a dois motivos:

- Mercados de capitais desenvolvidos e integrados
(desenvolvimento da tecnologia da informação e das telecomunicações);

- Incerteza Fundamental:

Desequilíbrios balanço de pagamentos não irão durar para sempre, mas, devido a incerteza, tampouco são erráticos, aleatórios, podendo permanecer por longos períodos, afetando o lado real da economia

A incerteza impede que os fluxos de Investimento em Carteira sejam erráticos e que o comportamento dos agentes seja baseado em expectativas racionais e nos fundamentos.

O *carry trade* leva à apreciação cambial e déficits em conta corrente. Se as decisões dos agentes se baseassem nos fundamentos, déficits em conta corrente levariam à desmontagem das operações de *carry trade* e à saída de divisas, tornando os fluxos de Investimento em Carteira erráticos e, na média, com pouco efeito sobre a taxa de câmbio

Como resultado da incerteza fundamental permeando a economia:

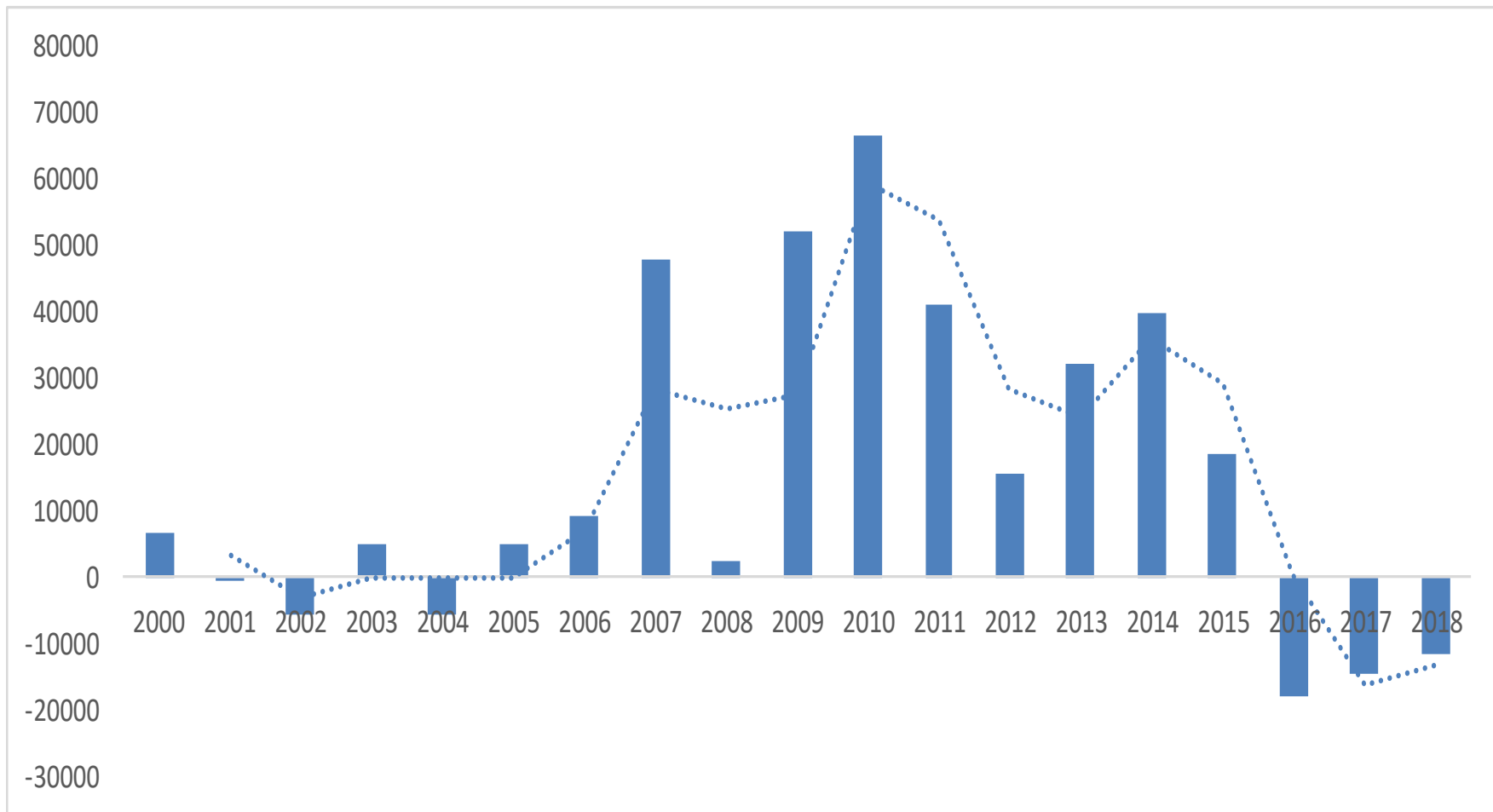
- eleva-se o volume de transações financeiras (que, inclusive, são imensamente superior ao das transações comerciais; Flassbeck, 2018)
- *Carry Trade*: inoperância do mecanismo de ajuste das taxas de câmbio que corrigiria desequilíbrios nas contas correntes
- Os desequilíbrios ocorrem por tempo indefinido e podem ser duradouros porque o futuro é incerto e ninguém sabe com exatidão quando o desequilíbrio será corrigido, afetando o lado real da economia

- Paradoxo:
 - países deficitários (superavitários) com moedas apreciadas (depreciadas) que tendem a se apreciar (depreciar) ainda mais
- Capitais especulativos (Investimento de Portfolio) inviabilizam o ajuste de desequilíbrios em Conta Corrente e promovem a violação da Paridade Descoberta da Taxa de Juros

A demanda por moeda e ativos dos países se dá pelo motivo especulação e baseada em convenções

São as convenções no mercado financeiro internacional que determinarão, a partir dos diferenciais de juros entre países (ponderados pelos riscos de cada país) a demanda por moeda dos vários países e suas taxas de câmbio

Saldo do Investimento em Carteira + Derivativos, Brasil (US\$ milhões)



Harvey (2009) elaborou um modelo de determinação da taxa de câmbio levando em conta a primazia dos fluxos financeiros de curto prazo do balanço de pagamentos na determinação da taxa de câmbio, no âmbito da demanda de moeda por especulação, tal qual Keynes (2013) e Pós-Keynesianos apontam

No modelo de Harvey o mercado cambial é dominado pelos fluxos de investimento de portfolio, sendo subordinados à lógica especulativa em um horizonte temporal de curto prazo, ao invés de se basearem nos “fundamentos econômicos”.

A taxa de câmbio resulta das decisões de compra e venda de divisas que decorrem da antecipação dos agentes do mercado cambial às expectativas do próprio mercado sobre a trajetória futura do câmbio

Devido a incerteza fundamental, os agentes não se baseiam nos fundamentos econômicos para prever a trajetória cambial

A partir de convenções (crenças compartilhadas) sobre o valor futuro dos ativos, os participantes do mercado buscam “sair na frente” visando a realização de lucros no curto prazo e levando ao comportamento de manada

“That financial investment comprises the overwhelming majority of international economic transactions is clear to both sides; Neoclassicism, however, views this as white noise or, alternatively, simply the process by which trade flows (which will ultimately become balanced) make themselves felt. Post Keynesians view investment capital as a force unto itself, capable of being an independent agent shifting the economy onto a new track. The long run is not independent of financial factors.” Harvey (2006:3)

“Post Keynesian exchange rate theory explicitly rejects the view of the exchange rate as market equilibrating price and argues that expectations and positions in short-term financial markets drive exchange rates. Short-term financial flows have permanent effects on exchange rates, which can lead to sustained deviations of exchange rates from underlying values given by real fundamentals (...) no stable underlying fundamentals exist. Rather, fundamentals are whatever market participants expect fundamentals to be.”
Kaltenbrunner (2011:40).

OBRIGADO!

Marco Flávio da Cunha Resende
CEDEPLAR-UFMG

resende@cedeplar.ufmg.br