

MANIPULAÇÃO CAMBIAL E PREJUÍZO DOS EXPORTADORES NO BRASIL

Pedro Rossi (IE/Unicamp)

Senado Federal

Comissão de Assuntos Econômicos

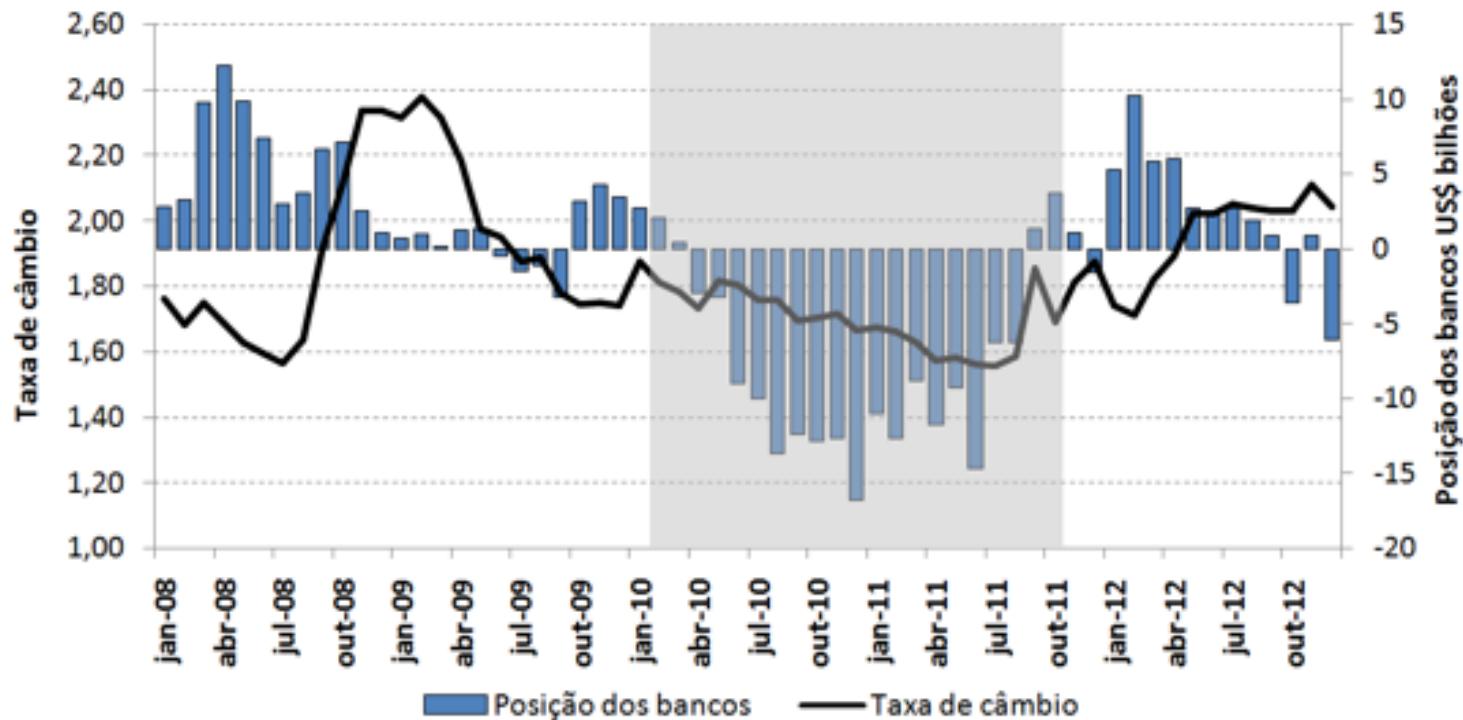
Novembro de 2018

Introdução

- Para avaliar a suposta manipulação da taxa de câmbio decorrente elaborou-se um relatório de pesquisa que se debouçou sobre
 - (i) a operacionalidade do mercado de câmbio,
 - (ii) as mudança metodológica na PTAX,
 - (iii) o papel dos *Dealers* e a determinação da taxa de câmbio,
 - (iv) a concentração no mercado de câmbio,
 - (v) os impactos da atuação dos bancos na PTAX e, por fim,
 - (vi) realizou-se uma simulação do prejuízo dos exportadores.
- No período que vai de fevereiro de 2010 a outubro de 2011, foram encontrados indícios de manipulação cambial por parte dos bancos, que reforça a valorização da moeda brasileira e pode ter gerado, por um lado, perda para os exportadores e, por outro lado, ganhos especulativos para os bancos.
- Nesse sentido, além de distorcer pontualmente as taxas de câmbio, a manipulação cambial pode ter gerado acúmulo de distorções no sentido da valorização da moeda brasileira no período indicado. Essa apresentação traz 8 indícios de que isso pode ter ocorrido.

1. VALORIZAÇÃO E POSIÇÃO VENDIDA. No período apontado pelo CADE como de intensificação dos contatos entre concorrentes, entre fevereiro de 2010 e outubro de 2011, ocorre uma **forte valorização da moeda brasileira simultaneamente a um forte aumento da posição vendida em dólar dos bancos.**

Taxa de câmbio e posição comprada em dólar dos bancos

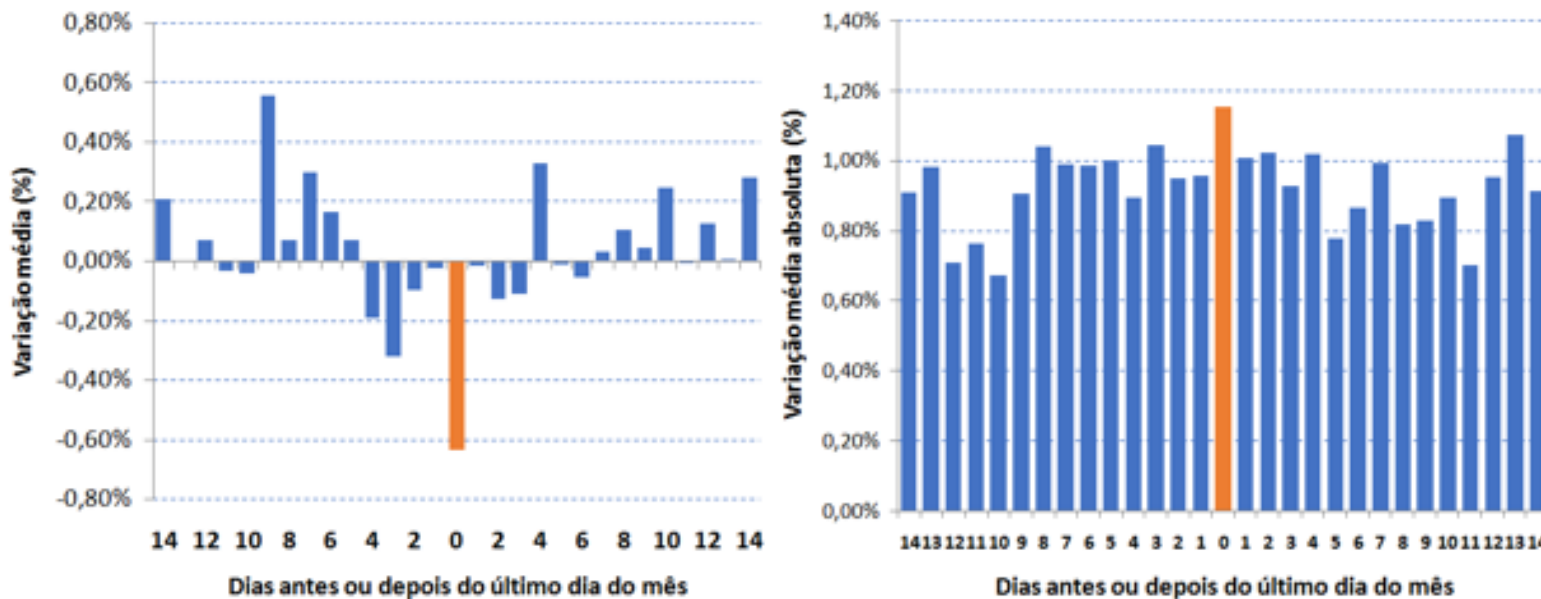


2. MUDANÇAS REGULATÓRIAS. Nesse mesmo período, observam-se medidas do banco central para conter a valorização cambial, alterar regras no mercado de câmbio e inibir o aumento da posição vendida dos bancos.

1. Em janeiro de 2011, o banco central atuou sobre a estrutura regulatória do mercado interbancário e **impôs custos às posições vendidas dos bancos**. A Circular 3.520 do Banco Central do Brasil institui o recolhimento compulsório e encaixe obrigatório sobre posição vendida de câmbio com uma **aliquota de 60% sobre a posição que exceder US\$ 3 bilhões** ou o patrimônio de referência dos bancos.
2. Em julho de 2011, por meio da Medida Provisória nº 539, o governo ampliou as possibilidades de intervenção no mercado de derivativos; a partir de então, ficou possibilitada a imposição de depósitos sobre os valores nominais dos contratos, fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos. Além disso, por meio do Decreto nº 7.536, institui-se um **imposto de 1%** sobre o valor nominal das operações que resultem em aumento da exposição líquida vendida de um agente.
3. Em julho de 2011, **altera-se a metodologia de cálculo da PTAX que deixa de ser uma média ponderada pelos volumes das operações realizadas pelos dealers** no mercado interbancário e passa a ser apurada por meio da coleta de cotações em quatro horários específicos
4. O banco central também **altera os critérios de avaliação para credenciamento de dealers** no mercado de câmbio incluindo um critério que penaliza as instituições que informarem ao banco central cotações com os desvios relativamente mais altos da PTAX.

3. BRIGA POR PTAX. Os dados de janeiro de 2010 a dezembro de 2012 permitem identificar **evidências de “briga por PTAX”**, conhecida disputa entre comprados e vendidos em dólar que ocorre no último dia do mês, véspera da liquidação dos contratos futuros. A variação média diária nesse período mostra o último dia do mês com um viés de valorização cambial, maior do que qualquer outro dia do mês.

Variação média diária da taxa de câmbio (esquerda) e variação diária média do módulo das variações cambiais descontadas a tendência (direita) para o período de janeiro de 2010 a dezembro de 2012

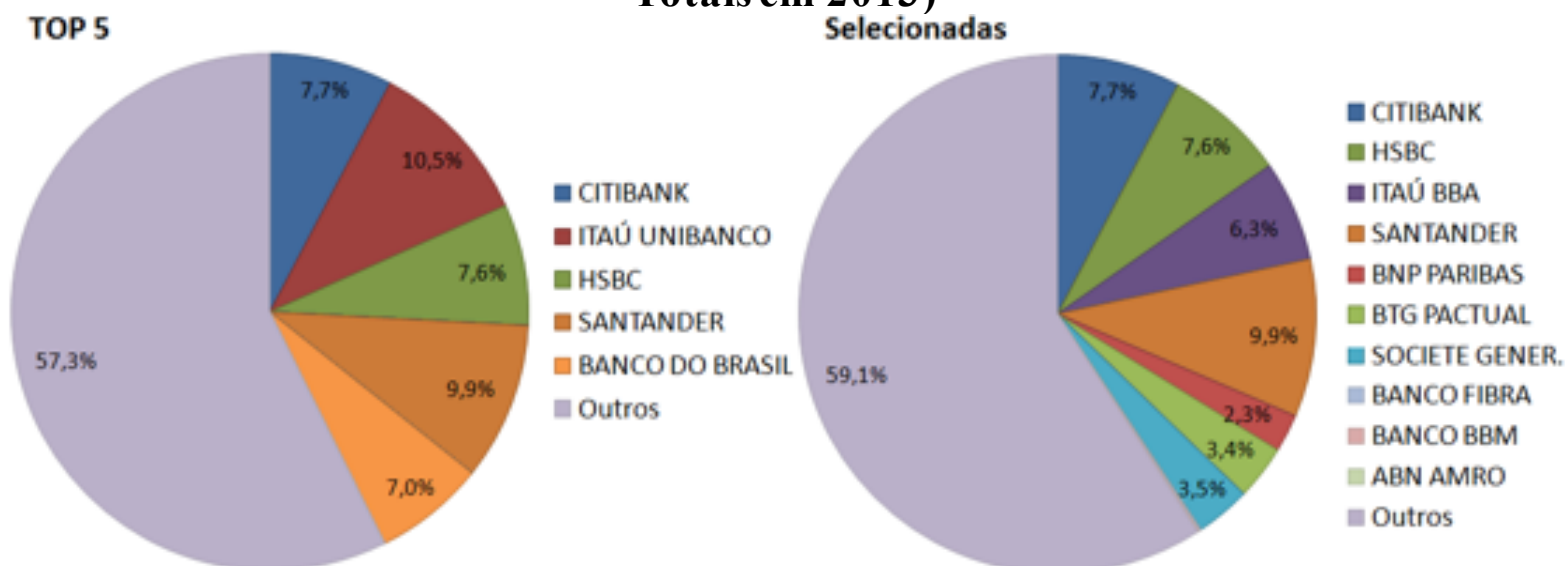


$$\bar{v}_t = \frac{\sum v_t}{N}$$

$$k_t = \frac{\sum |v_t - \bar{v}_t|}{N}$$

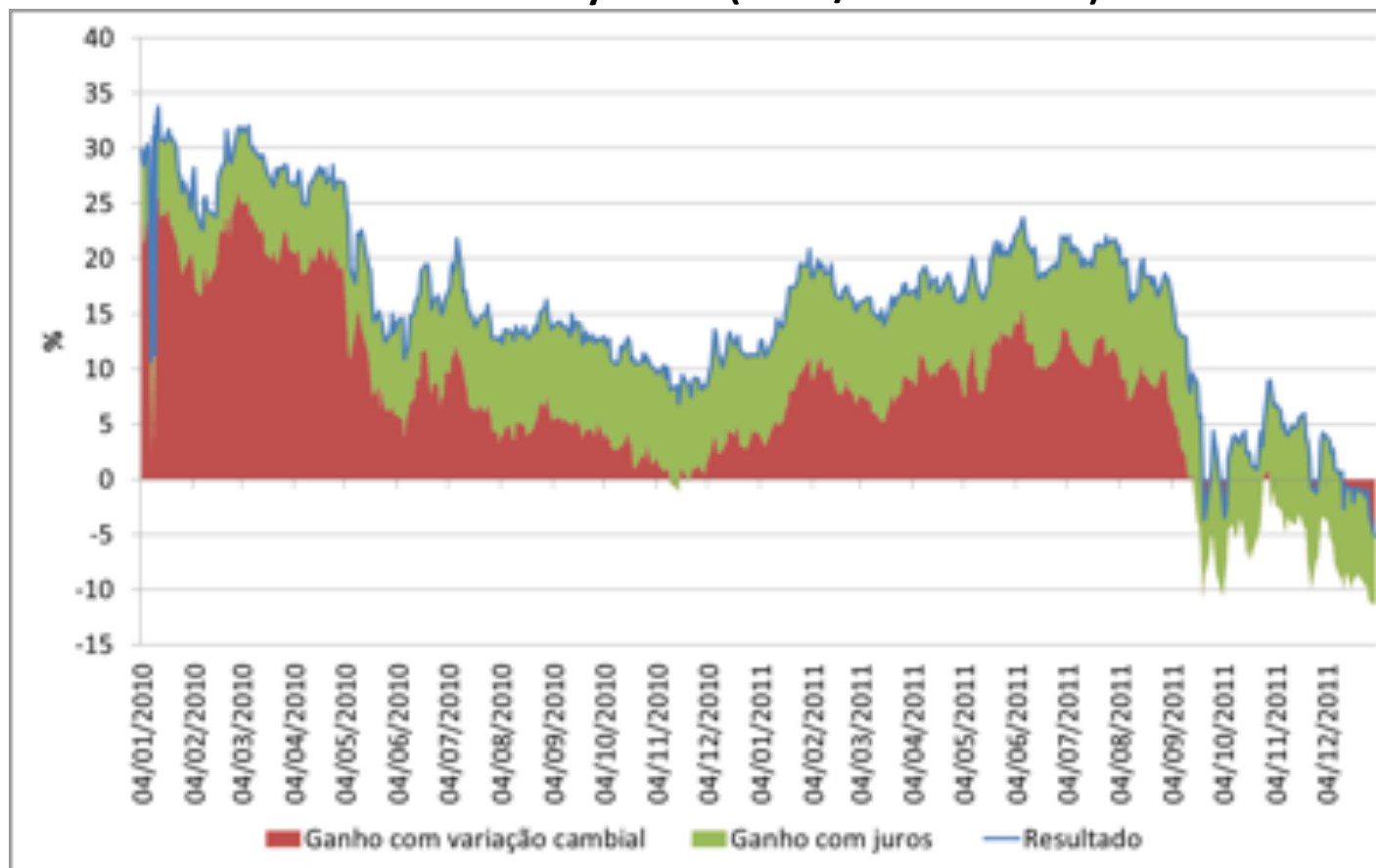
4. CONCENTRAÇÃO NO MERCADO. Os dados de 2013 (primeiro ano em que o Banco Central do Brasil disponibiliza os dados por instituição) mostram um **mercado extremamente concentrado**. As cinco maiores instituições do mercado, de um universo de 180, concentram 42,7% do mercado, enquanto que as 10 empresas citadas no processo administrativo do CADE somam juntas 40,9% do total (Citibank, HSBC e Santander fazem parte das duas listas).

Concentração das instituições financeiras no mercado de câmbio contratado (Operações Totais em 2013)



5. GANHOS ESPECULATIVOS. Por conta da valorização cambial e do diferencial de juros entre as aplicações em real e em dólar, as operações especulativas com a taxa de câmbio (*carry trade*) proporcionaram altos retornos no período analisado.

Ganhos de Carry Trade (dólar/real-360 dias)



6. IMPACTO DA ATUAÇÃO DOS BANCOS. Os modelos estimados para avaliar o impacto na taxa de câmbio da posição dos bancos no mercado à vista mostram que um aumento da posição vendida, implica valorização cambial. Adicionalmente, calcula-se que **um aumento de US\$ 1 bi na posição vendida dos bancos implica uma valorização cambial media entre 2,15% e 2,50%.**

- **Modelo de Vetores Autorregressivos (VAR)**

- Regressão de determinada variável em variáveis defasadas de si própria e de outras variáveis componentes do modelo.

Modelo 1.a :

$$txcambioiv_t = \alpha + \sum_{j=i}^t \beta_j embirisco_t + \sum_{j=i}^t \gamma_j dif_t + \sum_{j=i}^t \varphi_j PosBancos_t$$

Modelo 1.b :

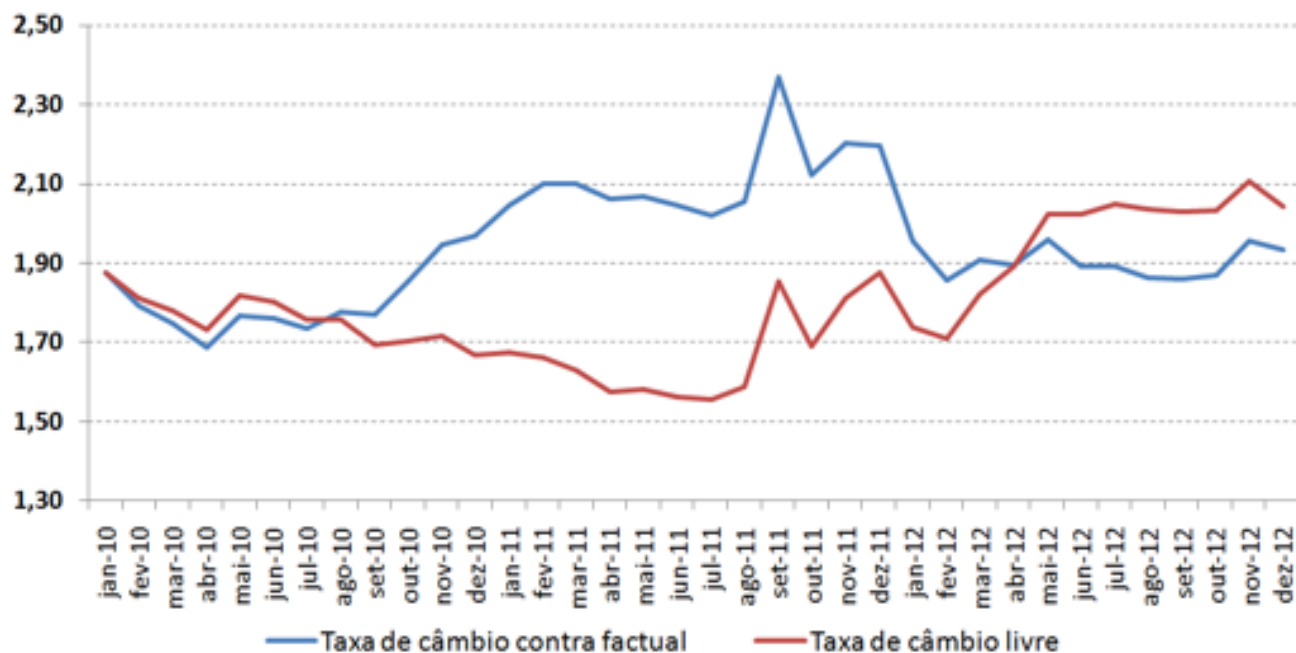
$$txcambioiv_t = \alpha + \sum_{j=i}^t \beta_j embirisco_t + \sum_{j=i}^t \gamma_j dxy_t + \sum_{j=i}^t \varphi_j PosBancos_t$$

Modelo 1.c :

$$txcambioiv_t = \alpha + \sum_{j=i}^t \beta_j embirisco_t + \sum_{j=i}^t \gamma_j spgsci_t + \sum_{j=i}^t \varphi_j PosBancos_t$$

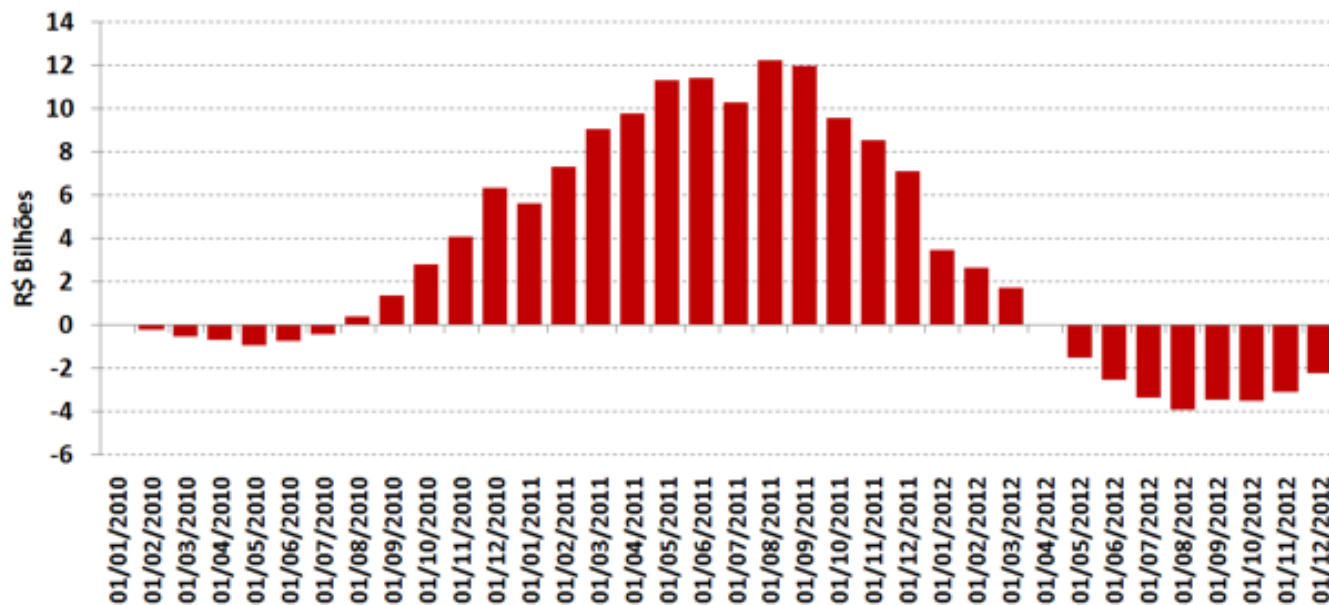
7. TAXA DE CÂMBIO CONTRA FACTUAL. Uma análise contra factual que considera o quanto seria a taxa de câmbio se não houvesse o acúmulo de posições vendidas dos bancos no mercado à vista, mostra que, em julho de 2011, a taxa observada estava 31% mais valorizada do que a taxa de contra factual, o que representou 49 centavos de reais.

Taxa de câmbio observada e taxa de câmbio contra factual



8. PERDA DE RECEITA. Considerando a diferença entre a taxa de câmbio observada e taxa de câmbio contra factual e descontadas as importações das empresas exportadoras, tem-se a perda líquida de receita dos exportadores. No período que vai de fevereiro de 2010 a dezembro de 2012, a perda de receita média dos exportadores é de R\$ 3,1 bilhões por mês, totalizando R\$110,58 bilhões durante os 21 meses que compõem o período. Nos meses de maio a setembro de 2011, a perda passa dos R\$ 10 bilhões por mês.

Perda de receita mensal em preço dos exportadores (R\$).





Pela atenção, obrigado!