

Projeto de pesquisa: O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento

Subprojeto III. Integração cambial e monetária, dinâmica do balanço de pagamentos e trajetória da taxa de câmbio

Relatório 2: Os dilemas da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil

Daniela Magalhães Prates

ÍNDICE

| | |
|---|-----------|
| SUMÁRIO EXECUTIVO | 3 |
| INTRODUÇÃO | 7 |
| III. 1. REFERENCIAL CONCEITUAL E ANALÍTICO | 10 |
| III.1.1. Conceitos-chave | 10 |
| III.1.2. Objetivos, estratégias e conseqüências da política cambial | 13 |
| III. 2. A GESTÃO CAMBIAL NOS PAÍSES EMERGENTES | 19 |
| III.2.1 Formato institucional | 19 |
| III.2.2. Objetivos, estratégias e eficácia da política cambial | 22 |
| III.2.3. Técnicas de gestão dos fluxos de capitais | 28 |
| III. 3. OS DILEMAS DA GESTÃO DO REGIME DE CÂMBIO FLUTUANTE NO BRASIL | 30 |
| III.3.1 Formato institucional e condicionantes | 30 |
| III.3.2. Flutuação cambial na fase de “pessimismo”: janeiro de 1999 a dezembro de 2002 | 39 |
| III.3.3. Regime de câmbio flutuante na fase de “otimismo” | 49 |
| CONSIDERAÇÕES FINAIS | 66 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 67 |

Sumário executivo

Este segundo relatório analisará os dilemas da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil. Aqui se pretende explorar três hipóteses, quais sejam: (i) assim como os demais países periféricos no contexto pós-crise, o Brasil teria optado *de facto* por uma política de flutuação suja; (ii) os motivos subjacentes a essa política estariam mais vinculados ao *pass-through* das variações cambiais e, em menor medida, à demanda precaucional por reservas e ao “descasamento de moedas”, do que aos demais fatores que justificariam o “medo de flutuar” nesses países (como a manutenção de uma taxa de câmbio real competitiva); (iii) a experiência brasileira é singular não somente em função da combinação de um contexto de ampla mobilidade de capitais com a existência de mercados de derivativos financeiros amplos e líquidos – que acentua a inter-relação entre as taxas de juros e de câmbio –, mas também devido à opacidade em relação aos objetivos macroeconômicos e às metas da política cambial (que torna especialmente complexa a avaliação da sua eficácia) e ao elevado custo fiscal da política de acumulação de reservas (decorrente do elevado diferencial entre os juros internos e externos). Os argumentos estão organizados em três seções.

Na primeira seção são apresentadas as principais questões conceituais, teóricas e analíticas referentes à gestão cambial nos países emergentes. Destaca-se que, em comparação às soluções polares (câmbio fixo e livre flutuação) e mesmo aos regimes de banda cambial, os regimes de flutuação suja concedem às autoridades econômicas um maior grau de liberdade na gestão ou política cambial, que consiste no *modus operandi* do regime de câmbio vigente. Todavia, nos países que adotam esses regimes, a influência dos mercados financeiros na determinação da taxa de câmbio nominal aumenta de forma significativa. Neste contexto, a eficácia da política cambial dependerá da correlação de forças entre a autoridade monetária e os agentes privados. O êxito das intervenções dessa autoridade no sentido de manter a taxa de câmbio no patamar desejado e/ou de atenuar sua volatilidade será inversamente proporcional ao grau de abertura financeira da economia. Em seguida, após explicitar a definição utilizada de política cambial - qualquer transação que altera a posição líquida em moeda estrangeira do setor público, envolvendo as intervenções nos mercados à vista e futuro e as operações de dívida denominada -, são detalhados os principais aspectos relativos a essa política: objetivos, metas, estratégias e conseqüências.

A segunda seção consiste numa breve nota sobre a gestão da política cambial nos países emergentes após as crises financeiras da segunda metade dos anos 1990. Assim como no caso dos

regimes de meta de inflação (ver Relatório I do subprojeto IV), mesmo entre os países que adotaram o binômio “câmbio flutuante-metas de inflação”, não existe um padrão ou modelo geral utilizado. As experiências desses países se diferenciam em relação ao formato institucional (autoridades responsáveis pela definição do regime cambial e pela sua gestão), bem como das estratégias e da eficácia da política cambial.

A terceira seção dedica-se à análise do regime de câmbio flutuante no Brasil. No item III.3.1., são apresentados seus aspectos institucionais e os condicionantes da política cambial. Esse regime foi instituído pelo Comunicado n. 6.565 de 18/01/1999 do Banco Central do Brasil (BCB) e, assim, sua entrada em vigor precedeu temporalmente a instituição do regime de metas de inflação (Decreto nº 3.088 da Presidência da República de 21/06/1999). Assim, apesar da precedência no tempo, o regime de câmbio flutuante, de atribuição do BCB, parece possuir um *status* institucional claramente inferior ao regime de metas de inflação – instituído por Decreto Presidencial e subordinado ao CMN no que diz respeito às metas e indicadores monitorados – no arranjo de política econômica vigente desde 1999, que também inclui como um dos seus pilares as metas de superávits primários.

A evidente hierarquia entre os regimes monetário (determinante) e cambial (subordinado) no arranjo institucional da política econômica não constitui uma especificidade em si da experiência brasileira. Pelo contrário, o *pass-through* mais elevado do câmbio para a inflação nos países emergentes e/ou a sua maior vulnerabilidade à instabilidade dos fluxos recentes de capital, faz com que em vários desses países que adotam o binômio “câmbio flutuante-metas de inflação”, os objetivos da política monetária (controle da inflação e a estabilidade dos respectivos sistemas financeiros) constituam, igualmente, objetivos macroeconômicos do regime cambial. Assim, essa hierarquia reflete o papel fundamental da evolução da taxa de câmbio para o funcionamento virtuoso do regime de metas de inflação nesses países e não sua irrelevância. A principal singularidade desse binômio no Brasil é a não explicitação desses objetivos, mesmo num ambiente em que o BCB é a instituição responsável pela gestão desses dois regimes, o que minimiza a possibilidade de problemas de coordenação de política.

Os objetivos gerais da regime de câmbio flutuante, contudo, não foram constantes ao longo do tempo, mas variaram em função da interação entre os condicionantes externo (ciclo de liquidez internacional) e interno estrutural (grau de abertura financeira) da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil. Nas fases de “escassez” (1999 a 2002) e “abundância” (2003 a junho de 2007) de recursos externos, a política cambial deparou-se com diferentes desafios e graus de liberdade em função, em grande parte, da situação do balanço de pagamentos e de vulnerabilidade externa da

economia brasileira – que podem ser considerados seus principais condicionantes macroeconômicos internos. Nos itens III.3.2 e III.3.3, analisam-se as diversas dimensões dessa política nos dois períodos acima mencionados, quais sejam: objetivos, metas, estratégias e instrumentos utilizados e, na medida do possível, sua eficácia e custos.

Enquanto no primeiro período, de escassez de liquidez internacional, foram os movimentos da taxa de câmbio que ditaram aqueles da taxa de juros básica – devido aos efeitos deletérios da desvalorização cambial sobre a inflação e sobre a situação patrimonial dos agentes com dívidas em (ou denominada em) moeda estrangeira - no período subsequente foram os movimentos desta última taxa que passaram a condicionar a trajetória da taxa de câmbio. Ademais, no caso da economia brasileira, a impossibilidade de o banco central controlar, simultaneamente, a taxa de juros básica e a taxa de câmbio nominal num ambiente de livre mobilidade de capitais, foi levada ao limite devido a duas especificidades. A primeira especificidade consiste no alto custo fiscal das operações de esterilização (associado ao patamar da taxa de juros básica e ao elevado estoque da dívida mobiliária interna). A adoção de uma estratégia mais agressiva de compra de divisas (com o objetivo de influenciar a trajetória da taxa de câmbio) com esterilização parcial dos seus impactos monetários poderia colocar em xeque a política de metas de inflação ancorada na manutenção de uma alta taxa de juros básica.

A segunda (e principal) especificidade reside na liquidez e profundidade do mercado de derivativo financeiro doméstico (BM&F), características intrinsecamente vinculadas ao livre acesso dos investidores estrangeiros a esse segmento, que intensificou os canais de transmissão entre as decisões de aplicação desses investidores, a taxa de juros e a taxa de câmbio nominal. Essa especificidade do mercado de câmbio brasileiro condicionou, igualmente, a gestão da política cambial. A partir do início de 2005, o BCB decidiu oferecer derivativos de câmbio (os *swaps* reversos), com o objetivo de atenuar o ritmo de queda do preço do dólar no futuro (ou seja, de apreciação do real).

Da mesma forma que as intervenções no mercado de câmbio à vista (retomadas em dezembro de 2004 com o objetivo explícito de acumular reservas), a oferta de *swaps* reversos provocou, somente, a redução da velocidade da apreciação do real, evitando a queda abrupta do preço do dólar futuro (e, *pour cause*, do dólar à vista). Dado o diferencial entre o juro interno efetivo e aquele que corresponderia à soma do risco-país com a taxa de juros de menor risco (a chamada “Selic neutra de arbitragem”), sem as intervenções do BCB no mercado futuro a taxa de câmbio se converteria na variável de ajuste e se apreciaria, de forma praticamente instantânea, na intensidade necessária para

garantir a vigência da paridade coberta de juros. Ao evitar a apreciação da taxa de câmbio nessa intensidade, as expectativas de apreciação do real persistiram e se tornaram auto-realizáveis mediante as operações dos investidores estrangeiros nos mercados futuro e à vista, que persistiram ao longo do primeiro semestre de 2007.

De dezembro de 2004 a junho de 2007, a atuação da autoridade monetária na ponta compradora dos dois segmentos (à vista e futuro) do mercado de câmbio somente logrou reduzir o ritmo de apreciação do real. A trajetória da taxa Selic - que se manteve persistentemente acima do patamar da “Selic neutra da arbitragem” - condicionou, de forma decisiva, os movimentos da taxa de câmbio nominal. Ao optar pela adoção de uma gestão monetária restritiva para garantir a eficácia da política de metas de inflação, essa autoridade abriu mão, simultaneamente, de qualquer meta relativa à taxa de câmbio nominal, que se tornou a variável determinada do sistema e, ao mesmo tempo, o instrumento central para essa eficácia. Nesse período de abundância de liquidez externa e apreciação do real, o elevado *pass-through* vigente na economia brasileira tornou-se um “aliado” dessa política, dados os efeitos benéficos dessa apreciação sobre a inflação interna.

Assim, não se pode afirmar que a política cambial foi ineficaz nesse período. O BCB não somente tinha plena consciência do papel da apreciação do real para o cumprimento das rígidas metas de inflação, mas a induziu mediante a condução de uma política monetária restritiva (sob o argumento de supostas pressões de demanda). As intervenções tiveram como objetivos conter a volatilidade no mercado de câmbio, bem como acumular reservas (seja para ampliar o “colchão de segurança” frente a choques externos, seja para contribuir para a melhora do *rating* externo do país) e ambos foram alcançados com relativo êxito.

Finalmente, é possível tecer dois tipos de críticas à gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil. A primeira crítica, que podemos denominar de externa, tem como alvo o próprio objetivo macroeconômico desse regime - o controle da inflação a qualquer custo *vis-à-vis* a manutenção de uma taxa de câmbio competitiva às exportações - e, assim, o arranjo geral de política econômica no qual esse regime está inserido (elevado grau de abertura financeira e prioridade ao cumprimento das metas de inflação). Já a segunda crítica não questiona os objetivos macroeconômicos da política cambial, mas, sim, a estratégia utilizada pelo BCB devido ao seu elevado custo fiscal. Vale indagar se, no âmbito do mesmo arranjo de política econômica, a autoridade monetária brasileira poderia ser recorrido a um *mix* distinto de instrumentos nos mercados à vista e de derivativos, que reduzissem esse custo, como detalhado nas considerações finais.

Os dilemas da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil (Relatório 2 do subprojeto III)

Daniela Magalhães Prates

Introdução

No contexto atual de globalização financeira¹, a escolha do regime cambial – que se refere à forma de determinação da taxa de câmbio – constitui uma decisão estratégica de política econômica para os países periféricos (ou em desenvolvimento) que se inseriram no processo de globalização financeira a partir dos anos 1990, denominados de países emergentes². As políticas de câmbio administrado (fixo ou bandas cambiais), que prevaleceram nesses países até meados da década de 1990, tiveram o mérito de garantir a estabilidade da taxa de câmbio nominal, um dos preços-chave das economias capitalistas. Porém, se revelaram extremamente suscetíveis à apreciação da taxa de câmbio real e a ataques especulativos, que culminaram em sucessivas crises cambiais na segunda metade daquela década, dentre as quais a crise brasileira de 1998-1999.

Após essas crises, aquelas políticas cederam lugar aos regimes de câmbio flutuante. Contudo, apesar da maioria dos países emergentes adotar “*de jure*” este regime, “*de facto*” as respectivas autoridades monetárias procuram deter os movimentos da sua taxa de câmbio mediante intervenções ativas nos mercados cambiais. Em outras palavras, o regime cambial predominante no período pós-crise constitui, na realidade, o regime de flutuação suja, com graus diferenciados de intervenção, nos quais a presença dos bancos centrais é a regra e não a exceção.

Nos termos de Calvo e Reinhart (2003), esses países teriam “*fear of floating*”, ou seja, “medo de flutuar”. Isto porque, ao contrário do propagado pela literatura convencional, a combinação desse regime com o ambiente de crescente mobilidade de capitais (viabilizado pelas políticas de abertura financeira adotadas a partir do final dos anos 1980), não resultou em ajustes automáticos do balanço de pagamentos e no aumento da autonomia de política econômica. Pelo contrário, acentuou a interação entre os movimentos das taxas de câmbio e de juros e estimulou os movimentos especulativos de capitais. No caso das economias emergentes, os efeitos deletérios dessa combinação

¹ A globalização financeira refere-se à eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros, somada à interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais (*onshore*) e sua integração aos mercados globalizados (*offshore*) (Chesnais, 1996). Esse ambiente foi um dos desdobramentos dos processos de liberalização financeira interna e externa no âmbito dos países centrais ao longo dos anos 1970 e 1980 e constitui uma das características centrais do sistema financeiro internacional contemporâneo, ao lado da predominância do mercado de capitais vis-à-vis o mercado de crédito bancário.

² Daqui por diante, os termos países emergentes, países periféricos e países em desenvolvimento serão utilizados como sinônimos.

são ampliados pela presença de algumas características estruturais, associadas, em grande medida, à natureza não-conversível de suas moedas³, dentre as quais: a maior volatilidade dos fluxos de capitais; a menor dimensão dos mercados de câmbio e financeiros *vis-à-vis* esses fluxos; o “descasamento de moedas” (*currency mismatch*), associado ao acúmulo de passivos externos e internos denominados em moeda estrangeira; o *pass-through* mais elevado das variações cambiais aos preços; e a menor capacidade de ajuste do setor externo a essas variações, devido, por exemplo, à menor diversificação das pautas de exportação (Grenville, 2000; Mohanty e Scatigna, 2005).

Como esclarece Ocampo (2000), em função dessas especificidades, o regime cambial nesses países está sujeito a duas demandas conflituosas num contexto de abertura financeira. Por um lado, a demanda por estabilidade, associada à necessidade de: manter uma taxa de câmbio real competitiva para sustentar o desempenho das exportações; conter os efeitos pró-cíclicos das flutuações cambiais, provocadas pelos ciclos de “*boom-burst*” de fluxos de capitais, sobre a situação financeira dos agentes com passivos denominados em moeda estrangeira; e garantir uma âncora para os preços internos. Por outro lado, a demanda por flexibilidade: variações da taxa de câmbio nominal contribuem para o ajuste da taxa de câmbio real frente a mudanças nos termos de troca ou na taxa de crescimento dos parceiros comerciais; e a taxa de câmbio desempenha um papel importante na absorção, no curto prazo, dos efeitos dos choques positivos ou negativos provocados pela volatilidade dos fluxos de capitais. A preferência das autoridades econômicas dos países emergentes pelos regimes intermediários buscaria, exatamente, conciliar essas demandas conflituosas.⁴

A adoção deste regime cambial, intermediário entre as soluções polares também estaria associada à chamada “demanda precaucional” por reservas, que tem sido considerada uma estratégia racional das autoridades monetárias dos países emergentes no contexto das finanças globalizadas e liberalizadas (Aizenman *et al.*, 2004, Dooley *et al.*, 2004 e 2005). Assim, as intervenções constantes e, em alguns casos, expressivas, dos bancos centrais nos mercados de câmbio mediante a compra de divisas estariam vinculadas, igualmente, à ampliação da capacidade potencial de sustentação da liquidez externa em momentos de reversão dos fluxos de capitais por meio do aumento no estoque de reservas

³ Para uma discussão das causas e implicações da inconvertibilidade monetária dos países periféricos, ver Carneiro (2005).

⁴ Todavia, segundo Ocampo, a capacidade dos regimes intermediários ampliarem o grau de liberdade da gestão macroeconômica nos países periféricos, permitindo a adoção de políticas anti-cíclicas ao longo dos ciclos de liquidez internacional, dependeria, igualmente da existência de controles sobre os fluxos de capitais: “*The ability of a flexible exchange rate regime to smooth out the effects of externally generate boom-burst cycle (...) depend on the capacity to effectively manage an anti-cyclical monetary and credit policy without enhancing pro-cyclical exchange rate patterns. This is only possible in managed exchange rate regimes cum capital account regulation*” (Ocampo, 2000: 18).

oficiais. Aizenman et. al (2004) fornecem, inclusive, evidências empíricas de que a demanda precaucional (nos termos desses autores, o *self-insurance motive*) constituiria o principal determinante do acúmulo de reservas por esses países após as crises financeiras dos anos 1990, se revelando mais relevante do que a manutenção de uma taxa de câmbio competitiva – conclusão que coloca em xeque o argumento “mercantilista”, de que os países emergentes, sobretudo os asiáticos, intervêm nos mercados de câmbio para evitar a apreciação das suas moedas. Já para Rodrik (2006), a manutenção de reservas elevadas é o preço a ser pago pelos governos dos países em desenvolvimento que não desejam ou são incapazes de regular os fluxos de capitais, devido, entre outras razões, aos interesses financeiros contrários a esta segunda alternativa⁵.

Este segundo relatório analisará os dilemas da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil. Aqui se pretende explorar três hipóteses, quais sejam: (i) assim como os demais países periféricos no contexto pós-crise, o Brasil teria optado *de facto* por uma política de flutuação suja; (ii) os motivos subjacentes a essa política estariam mais vinculados ao *pass-through* das variações cambiais, à demanda precaucional por reservas e ao “descasamento de moedas”, do que aos demais fatores que justificariam o “medo de flutuar” nesses países (como a manutenção de uma taxa de câmbio real competitiva); (iii) a experiência brasileira é singular não somente em função da combinação de um contexto de ampla mobilidade de capitais com a existência de mercados de derivativos financeiros amplos e líquidos, mas também devido ao elevado custo fiscal da política de acumulação de reservas e à opacidade em relação aos objetivos macroeconômicos e às metas da política cambial.

Os argumentos estão organizados em três seções. Na primeira seção são apresentadas as principais questões conceituais, teóricas e analíticas referentes à gestão cambial nos países emergentes. A segunda seção consiste numa breve nota sobre a gestão da política cambial numa amostra de países emergentes que adotaram, na sua maioria, regimes macroeconômicos ancorados no binômio “regimes de câmbio flutuante-metas de inflação” após as crises financeiras da segunda metade dos anos 1990. Assim como no caso da gestão dos regimes de metas de inflação (ver Relatório 1 do subprojeto IV), os países se diferenciam em relação à sua política de flutuação cambial. Tanto o referencial analítico resumido na Seção I, como um olhar, mesmo que breve, para as experiências dos demais países emergentes que seguem políticas cambial e monetária semelhantes à brasileira, contribuem para

⁵ “...developing countries on the whole have respond to financial globalization in a highly unbalanced and far-from optimal manner. They have over-invested in the costly strategy of reserve accumulation and under-invested in capital account management policies to reduce their short-term foreign liabilities. The reasons are perhaps not hard to fathom. Unlike reserve accumulation, controls on short-term borrowing hurt powerful financial interest, both at home and abroad” (Rodrik, 2006:12).

elucidar as especificidades do regime de câmbio flutuante no Brasil. A terceira seção dedica-se, especificamente, à análise da gestão desse regime no Brasil após 1999.

III. 1. Referencial conceitual e analítico⁶

Essa seção apresenta o referencial conceitual e analítico referente ao regime de câmbio flutuante e sua gestão, com ênfase nos países emergentes, que subsidiará a análise desse regime no Brasil, o objetivo central desse relatório. Após a definição dos conceitos-chave para essa análise (item III.1.1), serão apresentadas, no item III.1.2, as principais questões analíticas destacadas pela literatura, quais sejam: os objetivos, as metas, as estratégias, a eficácia e as conseqüências da política cambial.

III.1.1. Conceitos-chave

Em comparação às soluções polares (câmbio fixo e livre flutuação) e mesmo aos regimes de banda cambial, os regimes de flutuação suja concedem às autoridades econômicas um maior grau de liberdade na gestão ou política cambial⁷, que consiste no *modus operandi* do regime de câmbio vigente. Esse *modus operandi* envolve tanto os objetivos e as metas de política perseguidas, como a forma de atingi-los, ou seja, a intervenção cambial *estrito senso*, que envolve a estratégia de intervenção. Essas diversas dimensões da política cambial não são necessariamente definidas por uma mesma autoridade econômica. Enquanto o banco central é, de forma geral, a instituição executora da política cambial, a definição dos seus objetivos é atribuição do governo em alguns países (ver seção III.2).

Todavia, nos países que adotam esses regimes, a influência dos mercados financeiros na determinação da taxa de câmbio nominal aumenta de forma significativa. Neste contexto, a eficácia da política cambial dependerá da correlação de forças entre a autoridade monetária e os agentes privados (Farhi, 2006). O êxito das intervenções dessa autoridade no sentido de manter a taxa de câmbio no patamar desejado e/ou de atenuar sua volatilidade será inversamente proporcional ao grau de abertura financeira da economia - que condicionará a liquidez e profundidade dos mercados de câmbio e financeiro domésticos.

De acordo com Akyuz (1992 e 1993), a abertura financeira diz respeito à facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico. Três níveis de abertura financeira são identificados. O

⁶ Esta seção e a seção III.2 baseiam-se, em grande parte, nos diversos artigos publicados no BIS Paper 24, que incluem informações obtidas a partir da pesquisa por esta instituição junto a 23 bancos centrais de países emergentes presentes na reunião realizada nos dias 2 e 3 de dezembro de 2004 (*December 2004 Meeting of Deputy Governors of central banks from major emerging market economies*) .

⁷ Os termos gestão cambial e política cambial serão utilizados como sinônimos nesse relatório.

primeiro nível diz respeito às *inward transactions* - entrada de não-residentes no mercado financeiro doméstico e captação de recursos externos pelos residentes - e o segundo nível às *outward transactions* - saída de capitais pelos residentes e endividamento de não-residentes no mercado financeiro doméstico. Já o terceiro nível refere-se à conversibilidade interna da moeda, ou seja, à permissão de transações em (ou denominadas em) moeda estrangeira no espaço nacional (como depósitos no sistema bancário doméstico e emissão de títulos indexados à variação cambial).

O grau de liberdade das transações envolvendo moeda estrangeira nos três níveis de abertura financeira - que afetará diretamente a correlação de forças entre o governo e os agentes privados no mercado de câmbio - dependerá das técnicas de gestão dos fluxos de capitais vigentes, que incluem dois tipos de instrumentos: os controles de capitais *estrito senso*⁸; e os mecanismos de regulamentação financeira prudencial que desempenham funções semelhantes a esses controles - como regras mais rígidas sobre as operações em moeda estrangeira dos bancos (Epstein, Grabel e Jomo, 2004). Como destacam Greenville (2000) e Mohanty e Scatigna (2005), essas técnicas ampliam o raio de manobra da política cambial nos países emergentes que adotam regimes de flutuação suja, ao contribuírem no sentido de conter fluxos de capitais especulativos e o endividamento externo dos bancos e, assim, o risco de descasamento de moeda dos agentes residentes.

É importante explicitar a definição aqui utilizada de política cambial. É possível identificar na literatura quatro principais definições (Moreno, 2005). A primeira definição, mais restrita, considera como política cambial somente as transações do banco central no mercado de câmbio que: (i) são esterilizadas, isto é, acompanhadas por operações da autoridade monetária que neutralizam o impacto monetário dessas transações (intervenções não-esterilizadoras são consideradas política monetária); (ii) têm o objetivo de influenciar a taxa de câmbio.

Nessa perspectiva, somente se a gestão cambial é capaz de influenciar a taxa de câmbio, independentemente da política monetária, ela constitui um instrumento de política independente. A neutralização do impacto monetário ocorre por meio das chamadas operações de mercado aberto, mediante as quais o banco central vende ativos domésticos (títulos públicos), recolhendo, assim, meios de pagamento do público. Assim, o efeito líquido da intervenção esterilizadora consiste na mudança de composição do portfólio do público e da autoridade monetária entre ativos domésticos e externos⁹.

⁸ Sobre os diferentes tipos de controles de capitais, ver: Carvalho e Sicsú (2006) .

⁹ Uma definição formal de intervenção esterilizadora pode ser encontrada em Jurgensen (1983): "*sterilized intervention means a change in the monetary authorities' net foreign currency assets which is offset by a corresponding change in their net domestic asset, so that their monetary liabilities (or, specifically, the monetary base) remain unchanged. If, on the other hand, the change in the authorities'*

Essa definição restrita da política cambial, todavia, desconsidera várias questões relevantes de política, particularmente para os países emergentes. Em primeiro lugar, enquanto nos livros-texto a distinção entre intervenção esterilizadora e não-esterilizadora baseia-se num critério quantitativo (impacto sobre a base monetária), na prática a condição relevante é o efeito (ou não) na taxa de juros. Como tanto a demanda com a oferta de moeda são afetadas diariamente por fatores autônomos, nem sempre é necessário neutralizar integralmente o impacto monetário das intervenções para manter a taxa de juros constante. Em segundo lugar, operações dos bancos centrais não são sempre e/ou imediatamente esterilizadas. Ademais, alguns bancos centrais utilizam a intervenção no mercado de câmbio ao invés de operações de mercado aberto para atingir o objetivo de política monetária (por exemplo, para conter uma desvalorização cambial que comprometeria a meta de inflação, ao invés de elevar juros). Em terceiro lugar, as operações dos bancos centrais no mercado de câmbio podem afetar a taxa de câmbio mesmo que esta não seja a intenção inicial (por exemplo, se envolverem volumes expressivos de recursos). Em quarto lugar, os objetivos das autoridades econômicas dos países emergentes na gestão cambial são muito mais amplos, não se limitando à influência sobre a taxa de câmbio, como mencionado na introdução e detalhado a seguir.

Assim, vários analistas defendem uma definição mais ampla de política cambial: *“any sale or purchase of foreign exchange against domestic currency which monetary authorities undertake in the exchange market (Jurgensen, 1983)”*. Nessa segunda definição, essa política abrangeria intervenções nos mercados de câmbio à vista e de derivativos (contratos futuros, *swaps* e opções), independentemente do seu impacto líquido sobre o mercado monetário (ou seja, esterilizadas ou não-esterilizadas).

Na terceira definição, a política cambial envolve qualquer transação que altera a posição líquida em moeda estrangeira do setor público. Nesse caso, além das intervenções nos mercados à vista e futuro (pelo banco central e o Tesouro), é preciso considerar um instrumento adicional, as operações de dívida denominada ou indexada em moeda estrangeira (Archer, 2005). Esta é a definição adotada nesse relatório.

Existe, ainda, uma quarta definição, ainda mais ampla, que envolve as “intervenções passivas” (fundos cambiais), mediante as quais o Banco central obtém moeda estrangeira de entidades públicas ou privadas fora do mercado de câmbio com os objetivos de controlar a alocação de reservas e/ou insular o mercado de câmbio do impacto de amplos fluxos cambiais. Como destacam Adams &

net foreign assets is accompanied by a corresponding change in their monetary liabilities (so that, for instance, a reduction in foreign reserves would result in a reduction in the monetary base) the intervention is said to be unsterilized”.

Henderson (1983:3): “such direct dealings of central banks, sometimes called `passive`intervention, are actually as active as an effort to affect the ultimate relative supplies of securities denominated in different currencies as conventional operations are; they should, therefore, be included in a comprehensive intervention measure”.¹⁰

III.1.2. Objetivos, estratégias e conseqüências da política cambial

A política cambial pode se subordinar a diferentes objetivos macroeconômicos, dentre os quais: o controle da inflação; a manutenção do equilíbrio externo e da competitividade externa; e a prevenção de crises ou desordens de mercado que comprometam a estabilidade financeira. Esses objetivos macroeconômicos condicionam, por sua vez, as metas perseguidas, os indicadores monitorados, a forma de intervenção (esterilizadora ou não) e as estratégias adotadas pelas autoridades monetárias.

Tanto os objetivos e as metas, como a estratégia e a eficácia da intervenção no mercado de câmbio dependem de dois conjuntos de fatores. O primeiro conjunto inclui os condicionantes estruturais, dentre os quais o estágio de desenvolvimento econômico, as características dos mercados financeiros domésticos e o grau de abertura financeira. No caso dos países emergentes, emissores de moedas não-conversíveis, esse grau constitui um condicionante fundamental da política cambial, como destacado acima. O segundo conjunto de fatores consiste nos condicionantes conjunturais ou macroeconômicos, que incluem, além da situação do balanço de pagamentos, o grau de *pass-through* das variações cambiais aos preços e de *currency-mismatch*, estruturalmente mais elevados nesses países (Moreno, 2005).

Em relação às metas da política cambial, destacam-se: a influência sobre o patamar da taxa de câmbio, a redução da volatilidade cambial e o acúmulo de reservas. A seleção dos indicadores monitorados também é condicionada pelos objetivos macroeconômicos. Por exemplo, no âmbito de um regime de câmbio flutuante, se a principal meta de política é a inflação, o *pass-through* das variações cambiais para os preços internos é relevante e a evolução da taxa de câmbio será monitorada de forma a prevenir mudanças abruptas e reduzir a volatilidade. O Quadro I.1 consolida as múltiplas relações entre os objetivos macroeconômicos, as metas (ou objetivos específicos) e os indicadores monitorados (Moreno, 2005).

¹⁰ Para uma avaliação dos fundos cambiais existentes atualmente, ver Cagnin, Cintra e Farhi (2007).

Quadro 1. Taxonomia da política cambial

| Objetivos macro | Metas (objetivos específicos) | Indicadores monitorados |
|--|---|---|
| Controle da inflação | 1. Resistir a movimentos abruptos do patamar da taxa de câmbio. 2. Redução da volatilidade | <i>Pass-through</i> |
| Equilíbrio e competitividade externos | 1. Redução da volatilidade 2. Influência sobre o patamar da taxa de câmbio | 1. Fluxos de capital 2. Temos de troca |
| Estabilidade financeira e prevenção de crises e desordens de mercado | 1. Resistir a movimentos abruptos 2. Redução da volatilidade 3. Manter a liquidez nos mercados cambiais 3. Acúmulo de reservas | 1. Condições de mercado (volumes transacionados; posições dos diferentes participantes) 2. Fluxos de capitais 3. Transações nos mercados de derivativos 4. <i>Currency mismatch</i> |
| Redução da vulnerabilidade externa e melhora do <i>rating</i> soberano | 1. Acúmulo de reservas 2. Redução da dívida externa | 1. Transações correntes 2. Fluxos de capitais 3. <i>Currency mismatch</i> ⁴ . |

Fonte: Elaboração própria a partir de Moreno (2005).

Enquanto a perseguição de um patamar para a taxa de câmbio subordina-se ao objetivo de manutenção da competitividade externa e promoção do crescimento econômico sustentável – dado o papel essencial das exportações para esse crescimento, especialmente no caso dos países emergentes¹¹ – nos países no qual o controle da inflação e/ou prevenção de instabilidades nos mercados de câmbio e financeiro constituem as prioridades da política cambial, mudanças abruptas desse patamar são indesejáveis, em função dos seus efeitos deletérios sobre os preços internos e/ou sobre a situação financeira dos agentes residentes com dívidas em (ou denominadas em) moeda estrangeira. A literatura identifica quatro principais canais mediante os quais as ações do banco central podem influenciar esse patamar, cuja eficácia difere substancialmente entre os países desenvolvidos e emergentes (Archer, 2005; Disyatat e Galati, 2006).

O primeiro canal, denominado “canal da política monetária”, verifica-se somente quando o impacto monetário da atuação da autoridade monetária no mercado de câmbio não é neutralizado, ou seja, nas intervenções não-esterilizadoras, que afetam a base monetária e a taxa de juros doméstica doméstica. Como um importante condicionante da taxa de câmbio consiste no diferencial entre os

¹¹ Alguns países asiáticos continuam perseguindo esse objetivo macroeconômico, mesmo após as crises financeiras de 1997, no âmbito de uma estratégia mais geral de desenvolvimento ancorada no círculo virtuoso entre exportações de manufaturados e aumento do valor agregado e da produtividade na indústria. Para maiores detalhes sobre o papel das exportações nessa estratégia, ver o relatório 2 do subprojeto I.

juros internos e externos, mudanças nessa taxa podem alterar a taxa de câmbio, especialmente se não forem antecipadas. Na definição restrita de política cambial, que contempla somente as intervenções esterilizadoras, esse canal não estaria presente (Silveira, 2003; Archer, 2005). No caso dessas intervenções, a transmissão da política cambial ocorre mediante três canais adicionais, não excludentes, quais sejam:

(i) o “canal das expectativas ou dos sinais” (*signalling or expectations*): mediante as intervenções no mercado de câmbio, as autoridades monetárias emitem sinais ao mercado, que podem alterar as percepções dos agentes privados relevantes em relação à evolução das principais variáveis macroeconômicas, bem como às políticas monetária e cambial futuras. Uma condição fundamental para que esse canal influencie a taxa de câmbio consiste na credibilidade do banco central. Assim, a literatura convencional ressalta que ele tende a ser mais eficaz nos países desenvolvidos, com histórico de políticas econômicas críveis (Silveira, 2003; Archer, 2005);

(ii) o “canal do equilíbrio de portfólio”: a mudança na escassez relativa dos ativos domésticos relativamente aos externos, promovida pela intervenção esterilizadora, pode induzir uma realocação dos portfólios dos investidores privados, que altera os preços relativos dos ativos e moedas e, com isso, a taxa de câmbio. Há controvérsias em relação à capacidade dos bancos centrais influenciarem essa escassez nos mercados financeiros desenvolvidos. Contudo, nos países emergentes, esse canal tende a ser eficaz, devido à predominância de ativos não-substitutos perfeitos, bem como à maior dimensão relativa das intervenções oficiais vis-à-vis ao *turnover* dos mercados de câmbio, menos líquidos e profundos (Silveira, 2003; Archer, 2005);

(iii) o “canal do fluxo de ordens ou da microestrutura” (*order flow*): por meio desse canal, a autoridade monetária procura detectar o padrão dos fluxos de ordens no mercado cambial para influenciar o comportamento da taxa de câmbio. Para a sua operação, o tamanho da intervenção em relação do giro do mercado também é importante, sugerindo que sua eficácia tende a ser maior nas economias emergentes, onde os mercados são menos líquidos, os *bid-ask spreads* (diferenças nas cotações de compra e venda da taxa de câmbio) mais amplos e os bancos centrais têm, em geral, maior acesso a informações detalhadas sobre as transações privadas com divisas (Ho e Mccauley, 2003; Archer, 2005).

Além da influência sobre o patamar da taxa de câmbio, a gestão dos regimes de câmbio flutuante nos países emergentes também pode ter como metas alternativas (mas não necessariamente excludentes) a contenção da volatilidade cambial e o acúmulo de reservas.

A redução da volatilidade cambial está associada aos três objetivos macroeconômicos gerais destacados anteriormente: essa meta pode se revelar importante para o controle da inflação, para a manutenção da competitividade externa, bem como para a preservação da estabilidade macroeconômica ou financeira. No que se refere a este último aspecto, os mercados de câmbio emergentes são mais sujeitos a apostas especulativas devido à natureza não-conversível das suas moedas e à sua estreiteza e pouca profundidade. Países com dívida externa elevada, graus expressivos de *currency mismatches* ou sistemas financeiros frágeis são particularmente vulneráveis.

A terceira meta de política cambial consiste no acúmulo de reservas internacionais. Além do demanda precaucional, mencionada na Introdução, estudos sugerem que um volume elevado de reservas pode reduzir os *spreads* soberanos e melhorar os *credit ratings*. Nesse caso, os custos de acúmulo de reservas podem diminuir com o aumento do estoque (Moreno, 2005). Na perseguição da meta, as autoridades econômicas devem avaliar os impactos sobre a taxa de câmbio (que podem não ser desejáveis) e sobre o grau de desenvolvimento do mercado de câmbio (no sentido de inibir o seu aprofundamento), bem como sobre as contas públicas. O custo marginal de um US\$ adicional deve ser comparado aos seus benefícios, destacados acima, e dependem do patamar das reservas e da forma de financiamento da intervenção (emissão monetária, venda de títulos públicos, endividamento externo)

As metas descritas acima, por sua vez, condicionam a estratégia da política cambial, que também sofre influência de outros fatores, como a direção e a volatilidade dos fluxos de capitais, que condicionará o volume adequado de reservas para atingir os objetivos definidos (Archer, 2005; Moreno, 2005). Essa estratégia envolve cinco aspectos (ver Quadro 2).

Quadro 2. Estratégias da política cambial

| 1.Mercados | 2.Instrumentos | 3. Transparência | 4. Métodos de transação | 5.Tamanho, frequência e timing |
|--|---|-------------------|---|---|
| Mercado de câmbio à vista, onshore, wholesale, time zone | Venda/compra | Transparência | Transação direta, usual/e por telefone, c/ market-markers | Grandes volumes, pouco frequentes e período de maior liquidez |
| Mercado de câmbio futuro. | <i>Forwards</i> | Não-transparência | Transação c/ "voice broker's customers" via o serviço de corretor | Pequenos volumes, frequentes |
| Mercado de derivativos de balcão | Swaps Opções | | Transações c/ os market-markers via <i>eletronic broker</i> | Grandes volumes, frequentes |
| Mercado de títulos de dívida | Compra/venda de títulos públicos indexados à taxa de câmbio | | <i>Eletronic trading platforms</i> | |

Fonte: Elaboração própria a partir de Archer (2005).

Os dois primeiros aspectos, interligados, referem-se aos mercados e aos instrumentos de intervenção. Considerando a definição mais ampla de política cambial utilizada nesse relatório, além da intervenção nos mercados de câmbio (à vista e futuro), a política cambial pode recorrer ao mercado de derivativos (organizados e de balcão) e de títulos de dívida (emissão de títulos públicos indexados ao câmbio).

O terceiro aspecto (e talvez o mais controverso) consiste na transparência ou não das intervenções. Os argumentos na literatura favoráveis à transparência incluem sua importância para a eficácia do “canal das expectativas” e a necessidade de *accountability*. Em contrapartida, os motivos para a “*secrecy*” (os quais estão relacionados ao objetivo da intervenção) seriam (Mihalijek, 2005): (i) minimizar os efeitos de intervenções não-desejadas – no caso da decisão ter sido tomada por outra instituição que não o banco central, como o Tesouro; (ii) maximizar o impacto da intervenção quando o seu objetivo é diminuir a volatilidade do mercado (anúncio pode aumentar o risco de depreciações em algumas circunstâncias); (iii) quando o objetivo da intervenção é alterar a composição monetária do portfólio do banco central, sem afetar a taxa de câmbio.

O quarto aspecto refere-se ao método de transação – que diz respeito à institucionalidade do mercado interbancário de câmbio –, enquanto o quinto envolve o tamanho, a frequência e o *timing* da intervenção, se subordinando estritamente à meta de política cambial. Quando o acúmulo de reservas com um mínimo efeito sobre a taxa de câmbio é o objetivo perseguido, um padrão de freqüentes, mas pequenas intervenções, deve ser esperado. Ademais, os Bancos centrais que intervêm com esse intuito geralmente procuram efetuar transações a preços favoráveis no final do dia (Moser-Boehm, 2006). Em contrapartida, se o objetivo é influenciar a taxa de câmbio, as intervenções devem ser amplas e menos freqüentes. Contudo, há controvérsias em relação a essa questão¹².

As estratégias da política cambial, por sua vez, influenciam sua eficácia no alcance dos objetivos e metas pré-definidos, a qual dependerá, igualmente, dos condicionantes estruturais e macroeconômicos mencionados acima. Em princípio, as intervenções nos países emergentes são potencialmente mais eficazes em função de um conjunto de especificidades desses países: (i) tamanho relativo da intervenção em relação ao *turnover*; (ii) existência de controles de capital que limitam o acesso aos mercados internacionais de capital, ampliando o poder (*leverage*) do banco central frente ao mercado; (iii) baixo nível de sofisticação dos mercados conjuntamente com rígidos “*reporting*

¹² Alguns bancos centrais dos países emergentes declararam na pesquisa do BIS de 2004 (ver nota 5) que intervenções menos freqüentes em pequena (e não grande) escala tendem a ser mais eficazes.

requirements”, que ampliam a vantagem informacional do banco central em relação aos participantes do mercado.

Assim, alguns dos fatores que influenciam positivamente a eficácia dessa política são os mesmos que justificam a maior recorrência das intervenções cambiais nos países emergentes de forma geral, quais sejam: como o mercado de câmbio é estreito e dominado por um pequeno número de agentes, provavelmente a taxa de câmbio será mais volátil caso as autoridades não forneçam alguma direção e suporte ao mercado; os mercados financeiros subdesenvolvidos e incompletos também tornam o *hedge* contra o risco cambial caro e/ou inexistente, ampliando os custos da volatilidade cambial para os agentes e a economia como um todo.

Outra questão analítica fundamental, associada à discussão da eficácia da política cambial, diz respeito aos limites e às conseqüências indesejáveis da intervenção esterilizadora, ou seja, à capacidade da autoridade monetária conduzir esse tipo de intervenção durante um longo período de tempo. A literatura aponta três principais restrições.

A primeira consiste no argumento tradicional de Mundell (1963), conhecido como “trindade impossível”, que se refere à impossibilidade do banco central controlar simultaneamente a taxa de câmbio nominal e a taxa de juros do mercado monetário¹³. No caso da intervenção para conter a depreciação, o limite seria dado pelo estoque de reservas e das linhas de crédito disponíveis ao país; o esgotamento desses recursos conduz, inevitavelmente, à elevação da taxa de juros. Já o limite da intervenção para conter a apreciação seria menos evidente, pois, em princípio, as reservas poderiam continuar crescendo. Contudo, a intervenção esterilizadora manteria a taxa de juros elevada, o que atrairia mais fluxos, mantendo a necessidade de esterilização. Ademais, em algum momento, o custo da esterilização atingiria níveis insustentáveis, levando ou à queda da taxa de juros ou à apreciação cambial.

A segunda restrição refere-se à possível distorção provocada pela esterilização sobre a oferta de ativos e seus respectivos preços relativos. Se os títulos domésticos vendidos pelo banco central para esterilizar o impacto monetário das compras de divisas são imperfeitos substitutos dos títulos externos, as autoridades precisarão pagar taxas de juros mais elevadas sobre os seus títulos para

¹³ Segundo Mundell (1963), a política de esterilização é inconsistente porque ela não permite que a oferta de moeda e a renda nominal cresçam para restaurar o equilíbrio nos mercados de bens e de ativos. Nas suas palavras: “*if the central bank sells securities at the same time it is buying reserves it cannot buy reserves at a rate fast enough to keep the exchange rate from appreciating. And if the central bank buys reserves at a rate fast enough to stabilize the exchange rate, it can not sell securities fast enough to keep the money supply constant*”.

estimular a sua compra (mas, em contrapartida, a troca de moeda por títulos pelos agentes domésticos exercerá pressão baixista sobre essas taxas). Ademais, especificidade nos mercados financeiros emergentes (iliquidez do mercado de títulos, concentração dos fluxos em certos segmentos) podem acentuar esses impactos.

A terceira restrição consiste nos custos elevados de emitir títulos de alta rentabilidade denominados em moeda local em troca de reservas em termos do déficit fiscal, especialmente nos países que já possuem uma dívida pública elevada. Em algumas circunstâncias, a combinação de custos altos e reservas crescentes pode sinalizar aos mercados que a política é insustentável e induzir fluxos de capitais desestabilizadores.

III. 2. A gestão cambial nos países emergentes

Esta seção pretende fornecer um panorama geral da gestão dos regimes de câmbio flutuante nos países emergentes no período recente. Assim como no caso dos regimes de meta de inflação (ver Relatório I do subprojeto IV), mesmo entre aqueles países que adotaram o binômio “câmbio flutuante-metas de inflação”, não existe um padrão ou modelo geral utilizado. As experiências desses países se diferenciam em relação ao formato institucional (autoridades responsáveis pela definição do regime cambial e pela sua gestão), bem como das estratégias e da eficácia da política cambial, como detalhado a seguir.

III.2.1 Formato institucional¹⁴

A distribuição de poderes no âmbito das políticas monetária e cambial consiste numa questão de extrema relevância, que é variável no tempo e entre os países. Diante da forte interdependência entre as políticas cambial e monetária, especialmente nas economias que adotaram um grau elevado de abertura financeira, em princípio os arranjos institucionais deveriam integrar os aspectos de governança nessas duas instâncias de política. Contudo, em alguns países onde a escolha do regime cambial é atribuição de outra instituição do governo que não o banco central e este é o responsável pela definição dos objetivos da política monetária, podem surgir tensões entre essas duas políticas, caso não existam procedimentos para resolução de eventuais conflitos, como destacado a seguir.

No conjunto dos países que participaram da pesquisa do BIS de 2004, há uma grande diversidade em relação à autoridade responsável pela definição do regime cambial. Em ¼ dos países, a decisão deve ser tomada conjuntamente pelo governo e pelo banco central. Nos demais países, as

¹⁴ As principais informações referentes ao formato institucional foram obtidas em Moser-Boehm (2006). Esse autor utilizou informações da pesquisa mencionada na nota anterior.

seguintes opções são encontradas (em ordem decrescente de frequência): (i) escolha pelo banco central; (ii) escolha pelo governo; (iii) escolha pelo governo após consulta ao banco central; (iv) escolha pelo parlamento ou congresso; (v) escolha pelo banco central sujeita à sanção pelo governo.

Já a implementação da política cambial (no âmbito do regime cambial já definido) é responsabilidade do banco central na maioria dos países (78%). Contudo, existem importantes diferenças entre os países que adotam regimes de metas de inflação. No México, por exemplo, o banco central deve implementar a política cambial no âmbito de diretrizes gerais definidas de forma conjunta com o governo. Essas diretrizes são estabelecidas pela Comissão de Câmbio (que também define o regime cambial vigente), composta por três membros do banco central e três do Ministério das Finanças. Mas, o poder deste Ministério é maior: além de ter o direito de decidir em caso de empate, qualquer decisão oficial dessa comissão deve ter pelo menos um voto favorável de um membro do ministério. Já na Coreia e Nova Zelândia, a política cambial é uma responsabilidade conjunta do banco central e do governo¹⁵.

Nos países onde o governo tem influência sobre a política cambial, a existência de bancos centrais legalmente independentes e que adotam um regime de meta de inflação pode resultar em conflitos de política. Assim, por exemplo, a elevação da taxa de juros pelo banco central em questão para atingir essa meta pode provocar uma apreciação cambial. Esta pode ser desejável do ponto de vista do banco central, ao contribuir para o processo de desinflação, mas se revelar contraditória com os objetivos do governo em relação à taxa de câmbio. Nessas circunstâncias, os arranjos de governança relativos às políticas cambial e monetária podem entrar em choque.

No que diz respeito às intervenções específicas no mercado de câmbio, na maioria dos casos esta decisão é atribuição da mesma instituição responsável pela política cambial. Mais de 90% dos bancos centrais é responsável por essas intervenções. No México, coerentemente com o arranjo institucional do regime de câmbio flutuante, as intervenções são decididas conjuntamente pelo banco central e o governo no âmbito da Comissão de Câmbio. Contudo, há diferenças em relação à instituição proprietária das reservas cambiais. No Brasil, Hong Kong, Coreia, Nova Zelândia e Peru o total (ou quase o total) das reservas não são de propriedade do banco central. No Brasil, elas pertencem ao governo, mas sua gestão é realizada pelo banco central (ver seção III). Na Coreia, o banco central tem o poder de decidir sobre as intervenções realizadas a partir das suas próprias

¹⁵ Para maiores detalhes sobre os aspectos institucionais o regime cambial no México e na Coreia, países que adotam, como o Brasil, regimes de meta de inflação e câmbio flutuante, ver: Silveira (2003) e Sidaoui (2005) para a experiência mexicana; Rhee e Song (1999) para a experiência coreana.

reservas, após consultar o governo; enquanto o governo tem a palavra final nas intervenções efetuadas com suas próprias reservas, após consultar o banco central (ver Quadro 3).

Quadro 3. Informações sobre a governança das intervenções cambiais

| Países | Propriedade das reservas: % do BC | Decisão s/ intervenções ⁽¹⁾ | Divulgação da estratégia de intervenção | Divulgação das intervenções efetuadas |
|---------------|-----------------------------------|--|---|---------------------------------------|
| África do Sul | 100 | BC | Em caso de mudança | Sim |
| Argentina | 100 | BC | Regularmente | Sim |
| Brasil | 0 | BC | Em caso de mudança | Sim, diariamente |
| Chile | 100 | BC | Em caso de mudança | Sim, semanalmente |
| Coréia | 80 | BC e G ⁽¹⁾ | Não | Não |
| Índia | 100 | BC | Regularmente | Não |
| México | 100 | BC e G | Em caso de mudança | Sim, diariamente |
| Tailândia | 98 | BC | Não | Não |
| Turquia | 100 | BC | Regularmente | Não |

Fonte: Adaptado de Moser-Boehm (2005).

(1) BC = Banco central; G = Governo.

(2) No caso das reservas do Banco da Coréia, após consulta ao governo; e vice-versa.

No que diz respeito à tomada de decisão em relação às intervenções cambiais, a maioria das leis dos bancos centrais não contemplam especificações sobre os procedimentos internos de tomada de decisão. Essas intervenções são, geralmente, governadas pelas mesmas regras que regem as ações e decisões de política monetária (no México, contudo, existem procedimentos específicos para a política cambial). Na prática, decisões sobre as intervenções mais significativas são reservadas à autoridade principal ou ao *Board*. O papel do *staff* é fornecer suporte técnico, mas pequenas intervenções são freqüentemente delegadas à mesa de operação. Como a mesa de operação do banco central possui mais conhecimento e informação sobre a dinâmica do mercado, a delegação para essa mesa das decisões de “onde, quando e como” intervir pode ampliar a eficácia da intervenção, especialmente quando o seu objetivo é influenciar a dinâmica do mercado para maximizar o impacto sobre a taxa de câmbio (a resposta do mercado a uma intervenção pode demandar ações imediatas subseqüentes, como uma segunda rodada de intervenção; se o mandato da mesa de operação é limitado, a ausência ou atraso dessas ações pode obscurecer a mensagem e debilitar a credibilidade do banco central).

Como destaca Moser-Boehm (2005), as questões de governança relativas às intervenções cambiais parecem ser, de forma geral, menos explícitas do que aquelas relativas às decisões de política monetária. O fato de as intervenções cambiais serem conduzidas de forma menos pública ou

declarada (*central bank actions remain behind the scenes*) em vários países, exigiria procedimentos de governança mais claros e detalhados pelos BANCO CENTRALs, mas estes não são geralmente disponibilizados. De forma geral, *formal statements* sobre mecanismos de governança enfatizam aspectos mais gerais, enquanto questões mais específicas são cobertas por regras e procedimentos internos raramente divulgados publicamente. Contudo, essa menor transparência é, na maioria dos casos, aceita pelos mercados e considerada coerente com os códigos de boa prática (ao contrário do observado na área da política monetária).

O Código do IMF de “*Good Practicer on Transparency in Monetary and Financial Policies*” reconhece que “*there are circumstances in which it would not be appropriated for central banks to disclosure their near-term monetary and exchange rate implementation tactics and provide detailed information on foreign exchange operations*”. Essa citação fornece parte da resposta para a questão de por que existem limites válidos para a transparência nas intervenções cambiais: a transparência sobre o objetivo não é sinônimo da transparência em relação à estratégia e aos instrumentos utilizados. Em suma, existe, claramente, um *trade-off* entre o aumento da eficácia da política e os ganhos relativos à *accountability* associados à maior transparência, mesmo no caso de anúncios *ex post*, que influenciarão as expectativas de mercado.

III.2.2. Objetivos, estratégias e eficácia da política cambial

A pesquisa do BIS também revelou uma ampla diversidade em relação aos objetivos, metas e estratégias da política cambial perseguidos pelos países emergentes que adotam regimes de câmbio flutuante. No que diz respeito aos objetivos macroeconômicos mais gerais, predomina o controle da inflação (estabilidade interna dos preços), coerentemente com a adoção de regimes de metas de inflação, explícitos ou implícitos, por vários desses países. Todavia, em alguns países, a gestão cambial também contempla como objetivos a manutenção da competitividade externa (preservação do valor externo da moeda), a estabilidade financeira e a redução da vulnerabilidade externa.

Coerentemente com a predominância do controle da inflação como objetivo macroeconômico mais geral, a maioria dos países emergentes elege como principal meta da política cambial a redução da volatilidade da taxa de câmbio (ver Quadro 1). Nas respostas ao questionário do BIS, os bancos centrais destacaram a importância das ações para minimizar variações excessivas (*overshooting*), bem como para reduzir a velocidade de mudança da taxa de câmbio (“*leaning against the wind*”). Isto porque, mesmo que o banco central em questão não tenha como meta o patamar dessa taxa, movimentos abruptos nos dois sentidos (depreciações ou apreciações) ampliam a incerteza em relação

à sua trajetória futura, induzindo os agentes privados a postergarem as transações. Como destaca Silveira (2003), neste contexto, a liquidez dos mercados diminui e a volatilidade cambial aumenta, estimulando a especulação e, com isso, flutuações espúrias da taxa de câmbio.

A atenuação da volatilidade cambial também constitui uma meta da política cambial quando esta se subordina a outros objetivos macroeconômicos, de forma complementar ou não com o controle da inflação. Caso esses objetivos contemplem a competitividade externa da economia, além da redução dessa volatilidade, a gestão cambial perseguirá explicitamente uma meta para a taxa de câmbio. Nos momentos em que a preservação da estabilidade financeira constitui o objetivo prioritário da política cambial, a meta complementar consiste no provimento de liquidez (*market-maker of last resort*) para garantir o funcionamento do mercado. Nos períodos de *stress*, a liquidez pode esvair entre os *market-makers*, criando problemas de formação de preços e inviabilizando as transações. Por exemplo, na Coreia e no Brasil em 2002, as respectivas autoridades monetárias intervieram em períodos de volatilidade cambial, induzida por incertezas políticas, para prover liquidez e preencher os *gaps* entre as cotações de compra e venda.

A última meta de política cambial mencionada pelos bancos centrais refere-se à acumulação de reservas em moeda estrangeira. Assim, a pesquisa do BIS sanciona a hipótese da “demanda precaucional” por reservas (ver Quadro 4). Todos os 16 bancos centrais que responderam ao questionário acreditam que essa acumulação tem impacto positivo sobre a situação de vulnerabilidade externa – ao reduzirem os riscos de ataques especulativos e ampliarem a capacidade de intervenção do banco central – e sobre os *ratings* soberanos.

Quadro 4. Implicações externas da acumulação de reservas

| | Impacto significativo | Algum impacto | Nenhum impacto |
|--|---|--|-----------------------|
| Efeito s/ ratings de crédito soberano | Indonésia, Venezuela | Argentina, Brasil, Índia, Coréia, Malásia, México, Peru, Filipinas, Polônia, África do Sul, Tailândia, Turquia | Colômbia |
| Efeito s/ sustentabilidade do endividamento externo | Argentina, Brasil, Colômbia, Coréia, Indonésia, Malásia, Peru, África do Sul, Turquia | México, Filipinas, Polônia, Venezuela | |

Fonte: Respostas ao questionário do BIS. In: Mihalijek, 2005.

Nota: Número de respostas = 16 de um total de 23 (3 BCs não intervêm).

Em relação às estratégias de política cambial dos países emergentes, a pesquisa do BIS corroborou as conclusões de dois trabalhos anteriores, quais sejam: Canales-Krilijenko (2003), baseado

numa pesquisa realizada pelo FMI em 2001 envolvendo um grande número de economias desenvolvidas e em desenvolvimento; e King (2003). Os resultados desses três estudos revelam que a maioria das intervenções é realizada no mercado de câmbio à vista doméstico (*onshore*) no segmento interbancário ou secundário (*wholesale*). Todavia, apesar da predominância dessas intervenções, os países emergentes utilizam um leque de instrumentos de política cambial muito mais amplo do que os países centrais. Além da compra e venda de divisas no mercado à vista, esse leque inclui derivativos financeiros –, *swaps* (utilizados na Índia, Indonésia e Brasil); opções (utilizados no México); e contratos futuros¹⁶ – e operações com títulos de dívida indexados à taxa de câmbio.

Quanto à frequência, ao *timing* e ao volume das intervenções, as respostas ao questionário do BIS indicam um viés pró-intervenção em horários normais, quando o mercado é mais profundo e líquido. A maioria dos bancos centrais da amostra interveio regularmente (mais de 50% dos dias de negócio) ou de forma irregular (a cada 10 dias ou menos); em geral, as intervenções regulares predominam em economias grandes com elevado grau de abertura externa e aquelas irregulares em países pequenos e, igualmente, abertos. O fato de os bancos centrais intervirem nos momentos de maior liquidez parece refletir a prioridade concedida à contenção da volatilidade da taxa de câmbio enquanto meta da política cambial, como mencionado acima (Mihalijek, 2005). Em relação aos volumes envolvidos, não há um padrão geral, sendo que alguns bancos centrais realizam intervenções em ampla escala e outros envolvendo pequenos volumes de recursos.

A postura dos bancos centrais em relação à transparência das intervenções mostrou-se bastante heterogênea (Archer, 2005), mesmo entre os países que adotam o binômio “metas de inflação e câmbio flutuante” e perseguem metas semelhantes de política cambial.¹⁷ De forma geral, os bancos centrais que procuram reduzir a volatilidade cambial são mais transparentes e divulgam informações detalhadas sobre as intervenções correntes (e não somente sobre a estratégia geral). Contudo, existem exceções. Na Coreia, o banco central intervém mediante instituições selecionadas entre os principais bancos (*dealers*) e exige o compromisso de não-divulgação de informações, que devem se manter confidenciais (Rhee, 2004). Nessa seleção, o banco central coreano utiliza com critérios a capacidade do *dealer* fornecer informações sobre o mercado e o seu papel ativo como *market-maker*.

¹⁶ Esses contratos têm a desvantagem de serem poucos transparentes e resultaram em experiências negativas em alguns países nos momentos de crise cambial, dentre os quais o Brasil e a Tailândia. No âmbito dos acordos do FMI assinados após as respectivas crises, esses contratos foram proibidos. Sobre a experiência brasileira, ver seção III.

¹⁷ Como destaca Holub (2004) a transparência nas operações no mercado de câmbio pode comprometer sua eficácia, mas também é impossível definir uma regra mecânica: uma tática que funcionou em uma situação pode ter pouco efeito em outra.

Quando a meta é o acúmulo de reservas, as experiências mostram-se ainda mais divergentes. Em alguns países, as autoridades monetárias intervêm suavemente (pequenos volumes) e de forma pouco transparentes para atingi-la (caso da África do Sul), enquanto em outros a opção é por uma estratégia visível e previsível. No México, por exemplo, as intervenções voltadas para a constituição de reservas são realizadas mediante leilões cujos parâmetros são anunciados previamente (*pre-announcement*). No Chile, o banco central adota a prática de divulgar o período e teto da intervenção (Moser-Boehm, 2005).

As estratégias de intervenção condicionam, por sua vez, a eficácia da política cambial. Contudo, essa eficácia depende, igualmente, de características estruturais dos países (grau de abertura financeira, dimensão do mercado de câmbio, etc). O estudo empírico mais amplo sobre esse tema é o de Canales-Kriljenko (2004), baseado numa pesquisa de 2001 do FMI (*IMF's 2001 Survey on Foreign Exchange Market Organization*).¹⁸ Um das suas principais conclusões é que, de forma geral, as intervenções dos bancos centrais emergentes nos mercados de câmbio tendem a ser mais eficazes relativamente àquelas realizadas pelos bancos centrais emissores das principais moedas negociadas internacionalmente. Essa maior eficácia está relacionada à adoção de regulamentações (ver o próximo item) – que ampliam as vantagens informacionais vis-à-vis os participantes do setor privado – e à ampla dimensão das intervenções cambiais e das reservas oficiais nos países emergentes relativamente ao *turnover* do mercado de câmbio.

Já o estudo de Mihalijek (2005), a partir da pesquisa do BIS, chega a algumas conclusões relevantes sobre a relação entre, de um lado, a eficácia da política cambial e, de outro lado, as metas, estratégias e canais de influência sobre a taxa de câmbio. No que diz respeito às metas, as intervenções que procuram atenuar a volatilidade cambial são consideradas mais eficazes do que aquelas voltadas para a correção de desalinhamentos ou estabilização do patamar da taxa de câmbio (ver Quadro 5). Esse resultado deve estar associado, em parte, à importância do provimento da liquidez pelas autoridades monetárias nos mercados de câmbio dos países emergentes, predominantemente estreitos. É interessante mencionar que os bancos centrais também declararam que conter movimentos

¹⁸ A questão da eficácia da política cambial nos países emergentes é bastante controversa, em grande parte em função da escassez ou precariedade dos dados e informações disponíveis. De forma geral, os resultados dependem da amostra utilizada, com as conclusões variando significativamente entre os países. Outro estudo que também aborda a eficácia das intervenções é o de Neely (2001), que abrange uma amostra de 22 países, dos quais 9 são emergentes. Já Disyatat e Galati (2006) utilizam evidências dos países avançados e levam em consideração especificidades institucionais dos países emergentes que podem afetar a eficácia da intervenção, como a profundidade e sofisticação do mercado de câmbio e os controles regulatórios sobre as transações cambiais.

de apreciação cambial tende a ser mais fácil do que resistir à depreciação, pois não há, em princípio, limites em relação ao volume de reservas. Contudo, os países que adotam a estratégia de intervenção esterilizadora e mantêm um diferencial positivo entre os juros internos e externos (como o Brasil – ver seção III) , esse limite se impõe na prática, devido os custos fiscais dessa estratégia.

Quadro 5 . Eficácia das intervenções de acordo com os principais objetivos

| Eficácia | Objetivos | |
|--------------------------------|---|--|
| | Correção de desalinhamentos ou estabilização da taxa de câmbio num patamar desejado | Conter excessiva volatilidade cambial |
| Eficaz na maior parte do tempo | Argentina, Chile, Hong Kong, Malásia, Singapura e Tailândia | Argentina, Chile, Colômbia, Hungria, Índia, Indonésia, Coréia, Peru, Filipinas, Singapura, Tailândia e Turquia |
| Eficaz em alguns momentos | República Checa, Hungria, Indonésia, Coréia e Venezuela | Brasil, República Checa, México e Venezuela |

Fonte: Respostas ao questionário do BIS. In: Mihalijek, 2005.

Nota: Número de observações = 18 de um total de 23. 3 BCs da amostra não intervieram de 2002 até o terceiro trimestre de 2004.

Em relação à eficácia dos canais de transmissão da política cambial, os resultados da pesquisa do BIS sancionam a hipótese de que nos países emergentes, as intervenções cambiais tendem a influenciar a taxa de câmbio mediante o “canal do equilíbrio de portfolio” por duas razões: a maior dimensão das reservas oficiais relativamente aos volumes negociados nos mercados de câmbio; o menor grau de substituição dos títulos denominados em moeda doméstica e estrangeira, relativamente aos países desenvolvidos (dez bancos centrais declararam considerar esse canal parcial ou principalmente eficaz – ver Quadro 6). Os participantes da pesquisa também consideram eficaz o “canal das expectativas”, ao sinalizar a condução futura das políticas cambial ou monetária (sete bancos centrais consideraram esse canal parcial ou amplamente eficaz).

Todavia, uma pré-condição para o funcionamento do “canal das expectativas” consiste na existência de vantagem informacional do banco central em relação aos agentes privados participantes do mercado de câmbio. Somente nesse caso, a intervenção esterilizadora pode afetar as expectativas do mercado em relação à taxa de câmbio ao sinalizar as políticas cambial e monetária futuras. Exemplos desse tipo de vantagem incluem: o acesso diário a informações sobre as transações no mercado de câmbio à vista (nos segmentos primário e interbancário), sobre as posições de câmbio dos bancos e demais instituições autorizadas a operar nesse mercado e sobre as negociações envolvendo derivativos. A maioria dos bancos centrais considera não somente que possui, em alguma medida, essa vantagem, mas também que ela amplia a eficácia da intervenção (ver Quadro 7).

Quadro 6. Canais de influência da intervenção sobre a taxa de câmbio

| | Canal da política monetária | Canal do equilíbrio de portfólio | Canal das expectativas | |
|--------------------------------|---|--|---|--|
| | | | Sobre a política monetária futura | Sobre intervenções futuras |
| Eficaz na maior parte do tempo | Brasil, República Checa, Hong Kong | Argentina, Brasil, Filipinas, Turquia | Argentina, Brasil, República Checa, Hungria, Filipinas, Singapura | Argentina, Brasil, República Checa, Índia, Indonésia, Peru, Filipinas, Turquia |
| Eficaz em alguns momentos | Argentina, Colômbia, Hungria, Indonésia, Coréia, Turquia, Venezuela | República Checa, Hungria, Coréia, Peru | Indonésia, Coréia, Tailândia | Colômbia, República Checa, Coréia, Tailândia, Venezuela |
| Nunca ou raramente eficaz | Filipinas | Singapura | | |

Fonte: Respostas ao questionário do BIS. In: Mihalijek, 2005.

Nota: Número de observações = 15 de um total de 23. 3 BCs da amostra não intervieram de 2002 até o terceiro trimestre de 2004.

Quadro 7. Vantagem informacional do banco central e seu impacto

| Extensão da vantagem informacional ⁽¹⁾ | | | |
|--|--|-----------------------------------|------------------------------------|
| Vantagem considerável | Alguma vantagem | Inexistente | Desvantagem |
| Brasil, Hungria, Coréia, Malásia, Peru, África do Sul, Turquia | Argentina, Colômbia, Índia, México, Filipinas, Tailândia, Polônia, Singapura | Chile, República Checa, Hong Kong | Indonésia, Nova Zelândia e Polônia |
| Impacto sobre a eficácia ⁽²⁾ | | | |
| Impacto positivo | Algum impacto | Nenhum impacto | |
| Brasil, Coréia, Filipinas, Singapura e Turquia | Argentina, Hungria, Índia, Peru, África do Sul, Tailândia | Colômbia, Malásia, México | |

Fonte: Respostas ao questionário do BIS. In: Mihalijek, 2005.

Nota: (1) Número de observações = 21 de um total de 23. (2) 15 dos 23 responderam (3 BCs não interveem).

Finalmente, vale mencionar que, apesar do predomínio da estratégia de intervenção esterilizadora, as experiências dos países emergentes diferenciaram-se em relação aos instrumentos utilizados (intervenção via mercado, mediante emissão de títulos, ou não-mercado - ver Quadro 8) e à instituição emissora do título utilizado nas operações de mercado aberto para neutralizar o impacto monetário das aquisições de divisas. Na maioria dos casos, os bancos centrais utilizam títulos de emissão própria, seja porque são os responsáveis pela política cambial (caso do Banco da Coréia, que

emite os “bônus de estabilização”), seja porque os respectivos governos incorreram historicamente em superávit e, assim, não dispõem de um estoque suficiente de títulos para efetuar essas operações (caso, por exemplo, do Chile). Contudo, em alguns países (Cingapura, Nova Zelândia e Brasil) as autoridades monetárias utilizam títulos do governo nas operações de esterilização. Essa opção ancora-se em dois argumentos correlacionados: como os mercados de títulos são estreitos, a emissão de títulos do banco central pode fragmentar o mercado; e os *market markers* podem diferenciar os *ratings* de crédito dos dois tipos de títulos, provocando distorções nos rendimentos. Na Coreia e no México, para evitar essas distorções, o banco central e o governo emitem títulos com prazos e funções diferentes: enquanto os papéis da autoridade monetária, de curto prazo, são utilizados nas operações de esterilização, os títulos do governo, de maior duração, destinam-se ao financiamento dos déficit fiscais.

Quadro 8. Principais instrumentos de intervenção no mercado monetário

| Países | Mercado | Não-mercado |
|---------------|---|---|
| Índia | Títulos do governo | Requerimento de reservas em situações extremas |
| Coreia | Bônus de estabilização monetária, emitidos pelo banco central | Não |
| Tailândia | Operações compromissadas (<i>Repos</i>), swaps cambiais e títulos do banco central. | Não |
| Brasil | Operações compromissadas com títulos do tesouro como colateral. | Não |
| Chile | Títulos do banco central | Não |
| México | Títulos do banco central (títulos do governo utilizados no passado); | Depósitos de longo-prazo no banco central (remunerados a taxas de mercado), usadas de forma irregular |
| África do Sul | Títulos do banco central e do governo | Não |
| Turquia | Principalmente, operações compromissadas com títulos do governo. | Não |

Fonte: Elaboração própria a partir de Mohanty e Scatigna (2005).

III.2.3. Técnicas de gestão dos fluxos de capitais

Alguns bancos centrais, além de intervirem diretamente no mercado de câmbio, adotam técnicas de gestão de fluxos de capitais que ampliam os graus de liberdade da política cambial (atenuando os conflitos com a política monetária) e a eficácia da intervenção, em momentos de excesso e escassez de divisas (ver item III.1.1). Como destaca Ocampo (2000), essa técnicas contribuem, igualmente, para aprimorar a estrutura de maturidade das dívidas em moeda estrangeira, constituindo um instrumento da política de administração dos passivos, fundamental nesses países sujeitos ao “*currency*

mismacht".¹⁹ Enquanto os controles de capitais predominam nos países asiáticos, os instrumentos de regulamentação prudencial são utilizados por um leque mais amplo de países, inclusive latino-americanos (ver Quadro 9).

Nas respostas ao questionário do BIS, foram mencionados vários argumentos favoráveis à adoção desses instrumentos: (i) os limites à posição líquida em moeda estrangeira das instituições financeiras, como uma porcentagem do seu patrimônio, reduzem sua capacidade de converter posições em moeda estrangeira em fluxos de divisas, que podem ter efeitos amplos e expressivos sobre a taxa de câmbio; (ii) nos períodos de depreciação, o reforço das regulamentações prudenciais pode inibir a demanda por moeda estrangeira; (iii) adoção de medidas complementares pode afetar expectativas ao sinalizar a intenção das autoridades de estabilizar o mercado de câmbio (iv) certos controles de capitais contribuem para diminuir fluxos de capitais que poderiam causar choques em mercados de câmbio estreitos.

Em contrapartida, os bancos centrais que não recorrem às técnicas de gestão dos fluxos de capitais sustentaram que essas técnicas inibem o desenvolvimento dos mercados de câmbio domésticos, ao restringirem os volumes negociados (e, assim, a liquidez) e desestimularem a oferta de instrumentos de *hedge* cambial.

Quadro 9. Técnicas de gestão dos fluxos de capitais

| Instrumentos utilizados conjunt. c/ intervenção no mercado de câmbio | Controles de capitais | | | Regulamentação prudencial |
|--|---|--|--|--|
| | Controles s/ saídas | Controles s/ entradas | Restrições s/ acesso de não-residentes a moeda/ativos domésticos | |
| Frequentemente utilizados | Indonésia, Malásia | Indonésia, Malásia | Indonésia, Malásia | Indonésia, Coréia, Malásia |
| Utilizados às vezes | Argentina, Índia | Índia | Índia | Brasil, Colômbia, Índia, Filipinas, Tailândia, Venezuela |
| Nunca utilizados | República Checa, Hong Kong, Hungria, Coréia | República Checa, Hong Kong, Hungria, Coréia, Venezuela | República Checa, Hong Kong, Hungria, Coréia, | Chile, República Checa, Hong Kong, Hungria, Coréia, |

Fonte: Respostas ao questionário do BIS. In: Mihaličejk, 2005.

Nota: Número de respostas = 15 de um total de 23.

¹⁹ Um importante exemplo é a imposição de requerimentos de reservas sobre os passivos em moeda estrangeira, adotada no Chile e na Colômbia nos anos 90. Como destaca Ocampo (2000), vários estudos mostraram a eficácia deste instrumento no sentido de melhorar a estrutura de maturidade dos passivos externos..

III. 3. Os dilemas da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil

O regime de câmbio flutuante foi instituído no Brasil em janeiro de 1999, em substituição ao regime de câmbio administrado de “bandas cambiais” vigente desde março de 1995. Este último regime foi colocado em xeque pelo ataque especulativo contra o real ao longo do segundo semestre de 1998, que resultou no virtual esgotamento das reservas cambiais e, *pour cause*, na incapacidade da autoridade monetária sustentar os limites (piso e teto) da faixa estreita de flutuação.

Essa seção dedica-se à análise do regime de câmbio flutuante no Brasil e da sua gestão. Essa tarefa, contudo, não é nada trivial. Pelo contrário, a experiência brasileira é singular não somente em função da combinação de um contexto de ampla mobilidade de capitais com a existência de mercados de derivativos financeiros amplos e líquidos – que acentua a inter-relação entre as taxas de juros e de câmbio e, assim, entre as políticas monetária e cambial. Sua singularidade decorre, também, de um conjunto de fatores associados ao formato institucional e às estratégias da política cambial, dentre os quais a opacidade em relação aos objetivos macroeconômicos e às metas (que torna especialmente complexa a avaliação da sua eficácia) e o elevado custo fiscal das operações de esterilização.

Os argumentos estão organizados da seguinte forma. O item III.3.1 apresenta o formato institucional do regime de câmbio flutuante no Brasil e os condicionantes-chave da sua gestão. Uma das principais conclusões desse item é que a política cambial desde 1999 se deparou com diferentes desafios (que influenciaram a escolha das suas respectivas metas e estratégias), dependendo da fase vigente do ciclo de liquidez internacional para os países emergentes (ver relatório 1 do subprojeto II). É possível identificar duas principais fases ou subperíodos: (i) de janeiro de 1999 a dezembro de 2002, período de escassez de fluxos de capitais para esses países; (ii) de 2003 a junho de 2007, período de abundância desses fluxos. Os itens III.3.2 e III.3.2 examinam a política cambial nesses dois subperíodos, destacando seus objetivos e metas (mesmo que implícitos), suas estratégias, sua eficácia e principais implicações.

III.3.1 Formato institucional e condicionantes

O regime de câmbio flutuante foi instituído pelo Comunicado n. 6.565 de 18/01/1999 do Banco Central do Brasil (BCB), mediante o qual a autoridade monetária informou a sociedade que, a partir desta, *“deixaria que o mercado definisse a taxa de câmbio, nos segmentos livre e flutuante, vindo a intervir, ocasionalmente, com o objetivo de conter movimentos desordenados da taxa de câmbio”*. Alguns aspectos relevantes do formato institucional desse regime no Brasil estão enunciados na frase anterior. Em primeiro lugar, o BCB consiste na instituição responsável pela definição do regime cambial no Brasil,

de suas metas e da sua gestão (ou seja, da política cambial). Em segundo lugar, a sua entrada em vigor precedeu temporalmente a instituição do regime de metas de inflação, que ocorreu em 21/06/1999 mediante o Decreto nº 3.088 da Presidência da República, que estabeleceu “*como diretriz para fixação do regime de política monetária, a sistemática de metas para a inflação*” (Art. 1º) e definiu como atribuições do Conselho Monetário Nacional (CMN) a fixação das metas (Art. 1º) e do índice de preços a ser adotado (Art. 3º) e do BCB a execução das políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas (Art. 2º).

O terceiro aspecto relevante, que também diz respeito ao formato institucional, refere-se à instituição proprietária das reservas internacionais. Como já mencionado na seção III.2, essas reservas pertencem formalmente à União (Artigo 21 da Constituição Federal de 1988). Contudo, a sua administração é atribuição do BCB, instituição responsável pela definição e condução da política cambial. Os resultados (positivos ou negativos) do balanço do BCB, associados a essa administração, convertem-se semestralmente em receitas ou despesas da União (MP 2179-36).

Assim, apesar da precedência no tempo, o regime de câmbio flutuante, de atribuição do BCB, parece possuir um *status* institucional claramente inferior ao regime de metas de inflação – instituído por Decreto Presidencial e subordinado ao CMN – no arranjo de política econômica vigente desde 1999, que também inclui como um dos seus pilares as metas de superávits primários. Duas informações adicionais reforçam essa hipótese.

Por um lado, os documentos oficiais referentes ao regime de câmbio flutuante e sua gestão são escassos. Mais do que isso, uma breve incursão no site do BCB revela que não existe nenhum link/seção referente ao regime e/ou política cambial (ver anexo1), em contraste com a ampla seção dedicada ao “Sistema de Metas de Inflação”. Ao navegar pela seção com o título sugestivo “Câmbio e capital estrangeiro”, além de não encontrar nenhuma menção aos termos procurados, o pesquisador se defronta com uma frustração adicional: o relatório trimestral, “Análise do Mercado de Câmbio”, – que incluía um item específico sobre a política cambial, além de fornecer um amplo conjunto de dados sobre o mercado de câmbio – foi extinto, sendo a sua última edição do último trimestre de 2003 (out/dez). A partir de então, somente há menção explícita à “Política cambial” nos relatórios anuais do BCB²⁰.

Por outro lado, os escassos documentos disponíveis, incluindo o Comunicado n. 6.565, defini

²⁰ Após da extinção dessa publicação, várias informações sobre o mercado de câmbio brasileiro deixaram de ser divulgadas pelo BCB, como os volumes negociados no mercado interbancário.

somente a meta a ser perseguida pela política cambial – a atenuação da volatilidade cambial de curto prazo –, mas não explicita o objetivo macroeconômico subjacente. Como destacado na seção III.1, essa meta pode estar subordinada a diferentes objetivos, não excludentes: o controle da inflação; a sustentação da competitividade externa; e a manutenção da estabilidade financeira (ver Quadro 1). É possível levantar algumas hipóteses sobre esses objetivos a partir da leitura das atas do Copom e dos Relatórios de inflação. As referências aos impactos da taxa de câmbio sobre a evolução dos índices de preços internos em alguns desses documentos (que fazem parte do Sistema de Metas de Inflação) revelam que, além da preservação da estabilidade financeira, um objetivo adicional da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil (nem sempre explicitado) consiste no controle da inflação.

A opacidade ou pouca transparência em relação aos objetivos do regime de câmbio flutuante no Brasil não parece decorrer de uma estratégia explícita de ampliar sua eficácia – já que há total transparência em relação às intervenções do BCB no mercado de câmbio²¹ - ou das menores exigências de “*accountability*” *vis-à-vis* a política monetária (ver seção III.2), mas sim da sua subordinação à instância da política monetária. Defende-se aqui a hipótese de que os objetivos macroeconômicos do regime de câmbio flutuante são implícitos e coincidem, em grande medida, com aqueles do regime de metas de inflação, quais sejam: estabilidade de preços e do sistema financeiro (ver relatório 1 do subprojeto IV). Contudo, esses objetivos não foram constantes ao longo do tempo, mas variaram em função de um condicionante mais geral da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil, a fase do ciclo de liquidez internacional, como detalhado a seguir.

A partir de 2004, as condições favoráveis vigentes nos mercados financeiros globais, bem como a evolução favorável da balança comercial brasileira, possibilitaram ao BCB perseguir a estratégia de acúmulo de reservas associada não somente à minimização de riscos de instabilidade financeira, mas também ao “motivo-precaucional”, seguindo a estratégia racional adotada pela maioria dos países emergentes no contexto pós-crise. Esse objetivo, por sua vez, não é contraditório com os objetivos do regime de metas de inflação, mencionados acima. Pelo contrário, seus efeitos diretos em termos de redução da vulnerabilidade externa e indiretos (melhora da avaliação do risco de crédito do país pelas agências de *rating*), contribuem para o alcance desses objetivos. Mas, em contrapartida, reforçam a tendência de apreciação cambial, comprometendo a competitividade externa do país.

A evidente hierarquia entre os regimes monetário (determinante) e cambial (subordinado) no

²¹ O Banco Central divulgou, por meio do Comunicado 6.873 de 27.07.99, que passaria a informar suas intervenções no mercado de câmbio.

arranjo institucional da política econômica não constitui uma especificidade em si da experiência brasileira. Pelo contrário, o *pass-through* mais elevado do câmbio para a inflação nos países emergentes (ver também relatório 1 do subprojeto IV) e/ou a sua maior vulnerabilidade à instabilidade dos fluxos recentes de capital, dada a natureza não-conversível das suas moedas, faz com que em vários desses países que adotam o binômio “câmbio flutuante-metas de inflação”, o controle da inflação e a estabilidade dos seus respectivos sistemas financeiros constituam objetivos macroeconômicos do regime cambial. Assim, na realidade, essa hierarquia reflete o papel fundamental da evolução da taxa de câmbio para o funcionamento virtuoso do regime de metas de inflação nesses países e não sua irrelevância.

A principal singularidade desse binômio no Brasil é a não explicitação desses objetivos, mesmo num ambiente em que o BCB é a instituição responsável pela gestão desses dois regimes, o que minimiza a possibilidade de problemas de coordenação de política – observados em alguns países onde a política cambial é de atribuição do governo. Por exemplo, alguns países que adotam aquele binômio reconhecem explicitamente que estabilizar a inflação requer o manejo da taxa de câmbio em função da presença de graus elevados de abertura comercial e *pass-through* (Ho e McCauley, 2003).²²

Também vale destacar que a importância da trajetória da taxa de câmbio para a eficácia da política de metas de inflação após 2003 é reconhecida explicitamente nas Atas do Copom. Como destacam Ho e McCauley (2003), mesmo os países que seguem a abordagem mais radical do regime de metas reconhecem que a taxa de juros deve responder a uma variação da taxa de câmbio se esta variação afetar a trajetória corrente e futura da inflação (essa última questão diz respeito à gestão da política monetária e, assim, ultrapassa os objetivos desse relatório).

Retomando a discussão da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil, apesar do termo “ocasionalmente”, contido no Comunicado n. n. 6.565, sugerir a vigência de um regime de flutuação cambial *de facto*, que se aproximaria da “flutuação limpa”, o Brasil optou na prática por uma política cambial de flutuação suja, assim como os demais países periféricos no contexto pós-crise. Ademais, a política cambial não perseguiu os mesmos objetivos e metas desde a sua adoção e não se restringiu às intervenções no mercado de câmbio à vista, mas envolveu um leque mais amplo de instrumentos. Antes de analisar essas diversas dimensões da política de flutuação suja, é importante responder a

²² Em outros países, os objetivos da política cambial, além de explícitos, são mais amplos, incluindo a manutenção/sustentação da competitividade externa, o que exige a perseguição de um patamar não-apreciado da taxa de câmbio. Nesse caso, a compatibilidade entre os objetivos da política cambial e monetária exigem, de forma geral, a adoção de técnicas de gestão dos fluxos de capitais.

duas questões, relacionadas, quais sejam: (i) o Brasil tem “medo de flutuar”? (ii) Quais foram os condicionantes dessa política?

Uma resposta preliminar à primeira questão pode ser buscada nos indicadores de volatilidade relativa desenvolvidos por Hausman et al. (2000), que procuram detectar a existência (ou não) de “medo de flutuar” (*fear of floating*) nos países emergentes que adotaram regimes de câmbio flutuante. Esses indicadores procuram contornar, ao menos parcialmente, os problemas apresentados pelos indicadores de volatilidade absoluta (das reservas internacionais, da taxa de juros e da taxa de câmbio) de Calvo e Reinhart (2000) – medidos pela frequência na qual, ao longo do período considerado, as variações mensais das variáveis permanecem dentro de intervalos pré-determinados. A hipótese é que nos países que adotam regimes de livre flutuação, a volatilidade da taxa de câmbio é relativamente alta, enquanto que as volatilidades das reservas e da taxa de juros relativamente baixas.

Contudo, como destacam Pires de Souza e Hoff (2006), os indicadores de Calvo e Reinhart apresentam três principais problemas: (i) o indicador de volatilidade da taxa de juros tende a superestimar as variações nos países com taxas de juros médias mais elevadas, caso da maioria dos países emergentes; (ii) nem toda mudança na taxa de juros reflete tentativas de estabilizar a taxa de câmbio; (iii) a volatilidade da taxa de câmbio pode decorrer da intensidade dos choques externos enfrentados pelo país e não da maior disposição das autoridades monetárias deixarem essa taxa flutuar.

Hausmann et al. (2000) utilizam indicadores que procuram avaliar a volatilidade relativa entre as taxas de câmbio e de juros e entre a taxa de câmbio e as reservas, a partir do uso do desvio-padrão como medida de volatilidade para essas taxas e, no caso das reservas (medidas em unidades monetárias), do desvio-padrão dividido pela média do M2 (para evitar distorções associadas às unidades diferentes). Esses indicadores têm o mérito de levar em consideração os diferenciais de níveis das variáveis (em função da utilização dessas medidas de volatilidade), bem como de relativizar a reação das autoridades monetárias (mediante aumento da taxa de juros ou intervenção no mercado de câmbio) pela dimensão do choque enfrentado. Vale destacar que, enquanto o indicador câmbio/juros mostra a reação da política monetária à volatilidade da taxa de câmbio, o indicador câmbio/reservas refere-se à política cambial *estricto senso*.

Pires de Souza e Hoff (2006: 7-8) calcularam indicadores semelhantes²³ para o Brasil de janeiro de 1999 a dezembro de 2005 e concluíram que na média desses sete anos “o Brasil não temeu a flutuação”. Os resultados obtidos por esses autores indicam valores muito próximos dos indicadores do Brasil e dos Estados Unidos (0,26 e 0,23 no caso do indicador câmbio/reservas e 1,39 e 1,33 no caso do indicador câmbio/juros), sugerindo a vigência de um regime cambial próximo da flutuação pura. Atualizando esse cálculo até junho de 2007, temos um resultado praticamente idêntico para o indicador câmbio/reservas (0,25), sancionando a conclusão desses autores; e um resultado inferior para o indicador câmbio/juros (1,13), o que indicaria uma maior propensão a utilizar a taxa de juros para estabilizar a taxa de câmbio nesse período mais amplo (jan99-jun07).

A análise do comportamento dos indicadores de volatilidade relativa no período como um todo (jan99-dez05 ou jan99-jun07) não parece ser a mais apropriada, pois obscurece importantes diferenças nas suas trajetórias após a adoção do regime de câmbio flutuante. Essas diferenças estão associadas, em grande parte, ao comportamento dos fluxos de capitais para os países emergentes e, assim, para o Brasil. Como destaca Farhi (2006:174), desde então, as diferentes fases do ciclo de liquidez internacional para esses países “(...) repercutiram sob forma de uma sucessão de ataques especulativos que levaram o real a se desvalorizar e os preços dos ativos brasileiros a cair; seguida por fases de otimismo em que a moeda brasileira se apreciou e os preços dos ativos subiram de forma acentuada”.

Como já mencionado, é possível identificar claramente duas fases distintas desse ciclo²⁴ a partir de 1999, que resultaram em diferentes desafios e graus de liberdade para a política cambial: (i) o primeiro período, que se inicia em janeiro de 1999 e termina em dezembro de 2002, corresponde à fase de “baixa” ou de “pessimismo” do ciclo de liquidez dos anos 1990; (ii) o segundo período abrange o período de janeiro de 2003 a junho de 2007, fase de alta ou de “otimismo” do recente ciclo de liquidez.

O cálculo dos indicadores de volatilidade relativa para esses dois períodos mostra as diferenças de comportamento nas fases de “pessimismo” e “otimismo” do ciclo de liquidez internacional. No período jan99-dez02, os dois indicadores (câmbio/juros e câmbio/reservas) atingem valores mais elevados (1,34 e 0,42, respectivamente) relativamente ao período como um todo e, especialmente, ao segundo período (jan03-jun07). Em contrapartida, os resultados obtidos para esse período (0,73 e 0,17) são inferiores àqueles do período integral, bem como ao primeiro período (ver

²³ Como medida de volatilidade das reservas, esses autores utilizam o coeficiente de variação (desvio-padrão dividido pela média), que consiste numa medida de variabilidade adimensional, contornando, igualmente, o problema relacionado às diferentes unidades das variáveis.

²⁴ Sobre esses ciclos, ver Relatório 1 do subprojeto II.

Tabela 1).

Tabela 1. Indicadores de “medo de flutuar”

| | Volatilidade relativa | |
|-------------|-----------------------|-----------------|
| | Câmbio/juros | Câmbio/Reservas |
| Jan99-dez05 | 1,39 | 0,26 |
| Jan99-jun07 | 1,13 | 0,25 |
| Jan99-dez02 | 1,34 | 0,42 |
| Jan03-jun07 | 0,73 | 0,17 |

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Apesar dos indicadores de volatilidade relativa, calculados para os dois subperíodos (jan99-dez02 e jan03-jun07), terem captado diferenças importantes nessas volatilidades nas fases de escassez e abundância de recursos externos, eles são claramente insuficientes para a caracterização do regime de câmbio flutuante no Brasil e para a apreensão das especificidades da sua gestão nessas duas fases. De acordo com esses indicadores, o Brasil teria tido menos “medo de flutuar” na fase de pessimismo do que na fase de otimismo, o que não parece fazer sentido, não somente em função do elevado *pass-through*, mas também da maior vulnerabilidade externa da economia brasileira (estoque reduzido de reservas e elevado das dívidas externas privada e pública) e do maior *currency-mismatch* do setor privado na primeira fase. Como detalhado no item III.2.3, as menores volatilidades relativas na segunda fase não refletem um maior “medo de flutuar”, mas sim os efeitos positivos do contexto externo favorável (no âmbito das finanças e também do comércio internacional) sobre a volatilidade da taxa de câmbio e, *pour cause*, das demais variáveis financeiras (juros e reservas). Ademais, a retomada das compras de divisas pelo BCB no mercado de câmbio à vista a partir do final de 2004 – possibilitadas exatamente por esse contexto – também parecem ter contribuído para a redução dessa volatilidade.

Ademais, esses indicadores, mesmo que superiores aos utilizados por Calvo & Reinhart (1999), também possuem algumas limitações: a aquisição de reservas pode estar associada à demanda precaucional e, assim, não ter como objetivo influenciar o patamar ou a volatilidade da taxa de câmbio; o BCB pode recorrer a outros instrumentos de política cambial ou mesmo de política econômica (como técnicas de gestão dos fluxos de capitais) para atingir suas metas em relação à taxa de câmbio. Finalmente, vale lembrar que a volatilidade relativa da taxa de câmbio em relação à taxa de juros procura medir a resposta da política monetária à variação dessa primeira taxa, não

constituindo, assim, um indicador relativo à política cambial *estrito senso* (e as mudanças da taxa de juros também podem estar relacionadas a outros objetivos de política).

Assim, esses indicadores podem levar a conclusões equivocadas se analisados de forma isolada, sem a consideração dos condicionantes externos e internos (estruturais e macroeconômicos) da gestão do regime de câmbio flutuante. A fase do ciclo de liquidez internacional influencia a gestão do regime de câmbio flutuante nas economias emergentes em geral e, em particular no Brasil, devido ao seu grau elevado de abertura financeira. Na realidade, pode-se afirmar que enquanto esse ciclo constitui o principal condicionante externo dessa gestão, o grau de abertura financeira pode ser considerado seu principal condicionante interno estrutural.

O processo de abertura financeira da economia brasileira iniciou-se no final dos anos 1980 e foi aprofundado ao longo dos anos 1990 nos governos Collor, Itamar Franco e primeiro FHC.²⁵ As mudanças institucionais efetuadas nesse período resultaram na liberalização significativa dos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro doméstico (principalmente, em ações) e no mercado internacional de capitais (mediante emissões de bônus, notes e *commercial papers*). Assim, quando o regime de câmbio flutuante entrou em vigor, no dia 16 de janeiro de 1999, a economia brasileira já possuía um grau relativamente elevado de abertura financeira (o qual viabilizou a absorção dos recursos externos necessários para o financiamento do déficit em transações correntes durante o período de vigência do regime de bandas cambiais).

Contudo, praticamente um ano depois, em 26 de janeiro de 2000, foi adotada uma medida decisiva, que ampliou significativamente esse grau. Mediante a Resolução nº 2.689, o então presidente do BCB, Armínio Fraga Neto, flexibilizou as aplicações dos investidores estrangeiros nos mercados de ações e títulos de renda fixa, bem como permitiu o seu acesso, sem restrições, ao mercado de derivativos financeiros domésticos.²⁶ Até então, se esse acesso era limitado às operações de *hedge* das posições desses investidores nos mercados à vista em ações (anexos) e renda fixa (FRFCE) – todavia, é possível que os bancos estrangeiros instalados nesse país, que têm acesso ilimitado a esse mercado, operassem em nome de clientes não-residentes. Apesar do mercado de derivativos financeiros brasileiro já possuir um grau de desenvolvimento relativamente maior àquele da maioria dos países

²⁵ Sobre o processo de abertura financeira da economia brasileira a partir dos anos 1990, ver relatório 2 do subprojeto II.

²⁶ Vale destacar que o processo de abertura financeira da economia brasileira desde o final dos anos 1980 foi promovido de forma *ad hoc*, seja mediante resoluções e circulares do Banco central, seja por meio de Medidas Provisórias. A Lei n. 4.131 de 1961, que regulamenta os capitais estrangeiros no País, permanece intacta. Sua reformulação exigiria um debate no âmbito do congresso nacional sobre o tipo de inserção financeira mais adequada ao País.

emergentes no final dos anos 1990, a liberdade de atuação dos investidores estrangeiros na BM&F ampliará significativamente sua liquidez e profundidade e terá importantes implicações para a gestão da política cambial. Essas implicações, no entanto, somente serão sentidas na fase de otimismo, especialmente após 2004, no contexto de retorno dos fluxos de capitais voluntários ao país.

No primeiro governo Lula, duas medidas adicionais ampliaram ainda mais a integração financeira do país com o exterior e também condicionaram essa gestão. Em primeiro lugar, a unificação dos mercados de câmbio livre e flutuante e a extinção da Conta de Não-residentes (CC5) em março de 2005, que eliminou os limites para que pessoas físicas e jurídicas convertam reais em dólares e os remetam ao exterior. Em segundo lugar, a MP 281, de 15/02/2006, isentou de Imposto de Renda as aplicações de investidores estrangeiros em títulos públicos e em fundos de capital de risco, bem como de CPMF os investidores estrangeiros e nacionais nas emissões primárias de ações e no aumento de capital de empresas (em 2003, o governo já tinha reduzido o IR incidente sobre as negociações dos investidores estrangeiros nos mercados secundários de ações - de 25% para 15% - e as isentado de CPMF; as mesmas medidas foram estendidas posteriormente aos nacionais).

O grau elevado de abertura financeira e, especialmente, o acesso dos investidores globais ao mercado organizado de derivativos financeiros (que ampliou sua liquidez e profundidade) intensificou os impactos das fases de abundância ou escassez de fluxos de capitais sobre os preços-chave do país e, especialmente sobre a taxa de câmbio, que se tornou a principal correia de transmissão da volatilidade dos fluxos de capitais sobre os mercados financeiros e a economia real. Esses fatores também reforçaram a interação entre as políticas cambial, monetária e fiscal, inerente às economias que se inseriram na globalização financeira.

Contudo, a interação entre os condicionantes externo (ciclo de liquidez internacional) e interno estrutural (grau de abertura financeira) teve distintas implicações para essa gestão nas fases de “pessimismo” e otimismo” do ciclo. A política cambial deparou-se com diferentes desafios e graus de liberdade em função, em grande parte, da situação da balanço de pagamentos e de vulnerabilidade externa da economia brasileira - que podem ser considerados seus principais condicionantes macroeconômicos internos. Nos dois próximos itens, analisa-se as diversas dimensões da gestão de câmbio flutuante no Brasil nessa duas fases, quais sejam: objetivos, metas, estratégias e instrumentos utilizados e, na medida do possível, sua eficácia e custos.

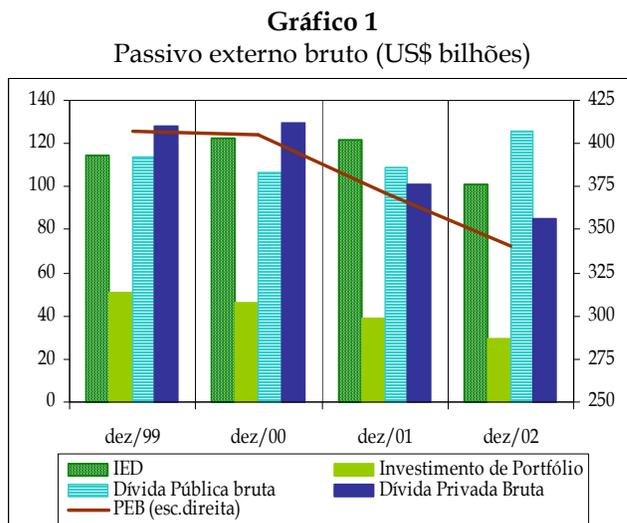
Assim, enquanto no primeiro período há uma evidente subordinação dos movimentos da taxa de juros àqueles da taxa de câmbio, dada a necessidade de conter a depreciação cambial para o

cumprimento das metas de inflação, no segundo período a subordinação é inversa: a apreciação cambial foi determinada, em grande parte, pela política de juros altos. Ademais, o elevado *pass-through*, tem efeitos assimétricos dependendo da fase do ciclo de liquidez internacional: de principal fator de pressão inflacionária no primeiro período, se converteu no principal aliado da política monetária após 2003 (ver relatório 2 do subprojeto IV).

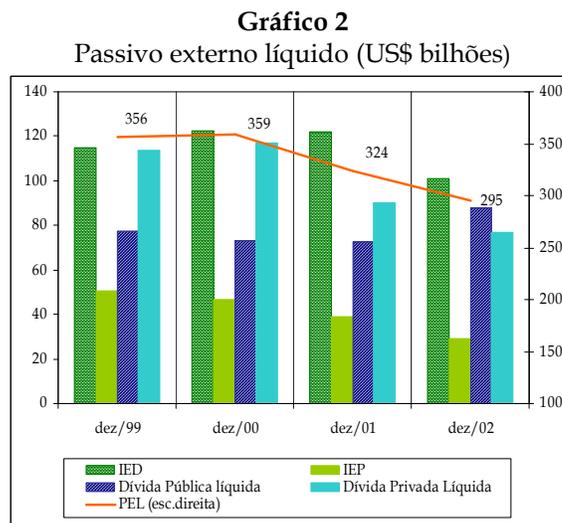
III.3.2. Flutuação cambial na fase de “pessimismo”: janeiro de 1999 a dezembro de 2002

A ampliação do grau de abertura da economia brasileira na gestão Armínio Fraga Neto na presidência do BCB – especialmente, o acesso irrestrito desses investidores ao mercado de derivativos brasileiro *onshore* – não teve efeitos concretos na primeira fase de vigência do regime de câmbio flutuante no Brasil, como já anunciado acima. Isto porque, como destaca Farhi (2006), entre janeiro de 1999 e dezembro de 2002, o país enfrentou uma situação de restrição externa da divisas e predominou uma situação de escassez estrutural de vendedores e excesso de compradores no mercado de câmbio brasileiro.

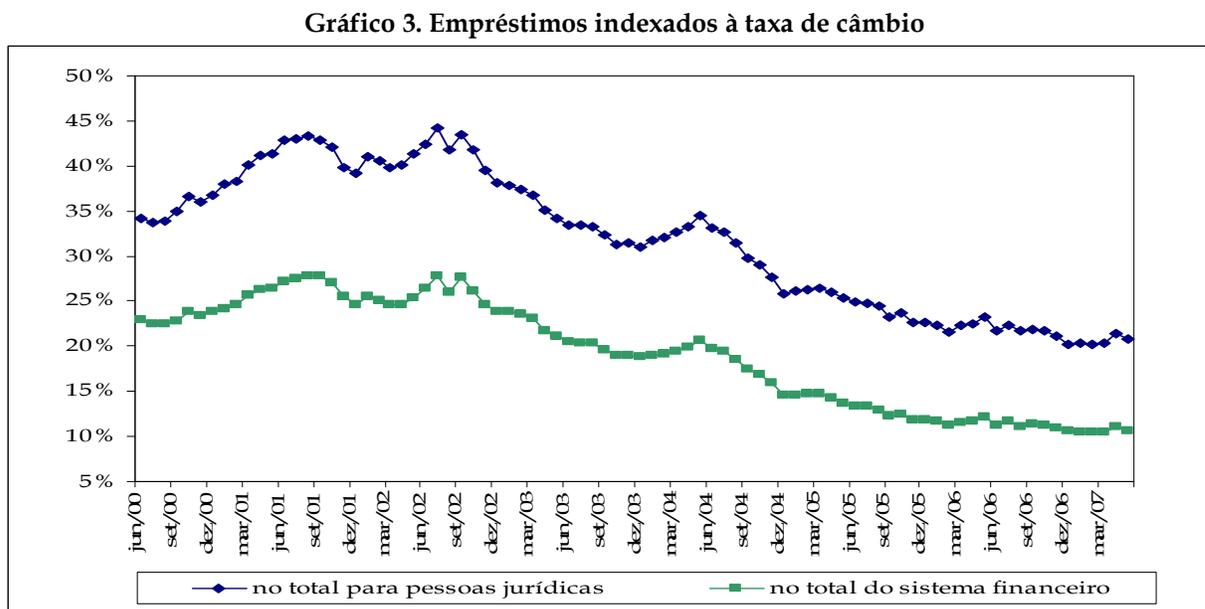
Enquanto a oferta se restringia aos fluxos (associados, basicamente, ao superávit comercial a partir de 2001 e aos investimentos diretos externos e eventuais), a demanda não provinha somente da necessidade de honrar os compromissos externos vinculados às transações correntes (importações de bens e serviços e remessas de juros, lucros e dividendos), mas principalmente da demanda especulativa e por cobertura de riscos, seja dos estoques de ativos estrangeiros, produtivos e financeiros, no país, seja da dívida externa privada (ver Gráficos 1 e 2), seja dos empréstimos internos indexados à taxa de câmbio (contratados no âmbito das extintas Resoluções n. 63, 2.148, 2.170 e 2.312), cuja participação no total dos empréstimos a pessoas jurídicas manteve-acima de 35% no triênio 2000-2002 (ver Gráfico 3).



Fonte: Bacen. Séries especiais. Elaboração própria.



Fonte: Bacen. Séries especiais. Elaboração própria.



Fonte: BCB. Elaboração própria

Assim, o desequilíbrio entre demanda e oferta de divisas decorreu tanto do comportamento desfavorável do Balanço de Pagamentos nesse período (ver Tabela 2), como do acúmulo de passivos externos (ou denominados em moeda estrangeira) ao longo da segunda metade dos anos 1990. Esse acúmulo, por sua vez, decorreu da estratégia de política econômica adotada no período imediatamente anterior, ancorada na ampliação da abertura financeira e da participação das empresas

e bancos estrangeiros na economia brasileira, que viabilizou o financiamento do déficit em conta corrente durante o regime de câmbio administrado.

Tabela .2. Balanço de Pagamentos - US\$ milhões (1999-2002)

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | Ano | Ano | Ano | Ano |
| Transações correntes | -25.335 | -24.225 | -23.215 | -7.637 |
| Balança comercial (FOB) | -1.199 | -698 | 2.650 | 13.121 |
| Exportações | 48.011 | 55.086 | 58.223 | 60.362 |
| Importações | 49.210 | -55.783 | -55.572 | -47.240 |
| Serviços e rendas | -25.825 | -25.048 | -27.503 | -23.148 |
| Transferências unilaterais correntes | 1.689 | 1.521 | 1.638 | 2.390 |
| Conta capital e financeira | 17.319 | 19.326 | 27.052 | 8.004 |
| Conta capital | 338 | 273 | -36 | 433 |
| Conta financeira | 16.981 | 19.053 | 27.088 | 7.571 |
| Capitais voluntários | 14.016 | 29.377 | 20.331 | -3.909 |
| Investimento direto | 26.888 | 30.498 | 24.715 | 14.108 |
| Investimentos em carteira | 3.802 | 6.955 | 77 | -5.119 |
| Derivativos | -88 | -197 | -471 | -356 |
| Outros invest. (voluntários) (| -16.586 | -7.879 | -3.990 | -12.542 |
| Operações de Regularização | 2.966 | -10.323 | 6.757 | 11.480 |
| Erros e omissões | 194 | 2.637 | -531 | -66 |
| Resultado global do balanço | -7.907 | -2.262 | 3.307 | 302 |
| Resultado global excluindo FMI | -10.787 | 8.062 | -3.451 | -11.179 |

Fonte: BCB. Elaboração própria

Nota: (1) Outros investimentos, exclusive operações de regularização com FMI

Nesse contexto, os investidores estrangeiros reduziram suas posições em ativos brasileiros, inclusive na BM&F. Somente em 1999, passado o *stress* provocado pela mudança do regime cambial adoção, e em 2000 os volumes negociados na BM&F aumentaram. A partir do ataque especulativo de 2001, esse volumes voltaram a cair (ver Tabela 3). Como destaca Farhi (2006:179): “O volume de contratos negociados durante um ataque especulativo permite avaliar o grau de intensidade das expectativas de mudança da taxa de câmbio. Quanto maiores e mais difundidas as expectativas de tal mudança, menor será o volume negociado, já que a esmagadora maioria dos participantes desejará assumir a mesma posição e não encontrará ofertas em quantidade suficiente ou a um nível de preços aceitável”.

Contribuiu decisivamente para a “evaporação” da liquidez nesse mercado num contexto de excesso de demanda por dólares (seja para cobertura de risco, seja para especulação), a proibição de atuação do BCB com derivativos de câmbio imposta pelo acordo com o FMI de março de 1999 (mantida no acordo de 2001). Assim, os impactos do descompasso entre a oferta (fluxos escassos) e a

demanda (fluxos e estoques) por moeda estrangeira se concentram no mercado de câmbio à vista e no de instrumentos indexados à taxa de câmbio, como explicado a seguir.

Tabela 3. Volumes negociados na BM&F, por ativo (em US\$)

| Ano | Câmbio | Taxas de juros |
|------|------------|----------------|
| 1999 | 12.166.257 | 25.292.621 |
| 2000 | 12.164.002 | 25.290.221 |
| 2001 | 21.612.354 | 43.835.697 |
| 2002 | 17.349.055 | 71.186.758 |
| 2003 | 19.320.993 | 83.553.886 |
| 2004 | 27.421.447 | 139.066.000 |
| 2005 | 41.810.287 | 146.655.688 |
| 2006 | 59.824.092 | 174.569.023 |

Fonte: Síntese de Dados, BM&F

Nesse período, o *trade-off* entre os desafios colocados à gestão cambial e a capacidade de resposta do BCB foi levado ao limite. Isto porque, a autoridade monetária possuía um raio de manobra muito limitado para atender às principais metas dessa gestão, que nessa fase foram mais explícitos do que no período posterior, quais sejam: (i) atenuar a volatilidade e a desvalorização da taxa de câmbio devido aos seus efeitos negativos sobre a inflação – cumprindo a função de auxiliar a política monetária, já que a elevação da taxa de juros nesse contexto se revelou praticamente inócua em conter os movimentos dessa taxa (ver relatório 2 do subprojeto IV) – e, em menor medida, sobre a situação patrimonial dos agentes com passivos em dólares; (ii) prover liquidez para conter desordens de mercado e, assim, garantir a estabilidade financeira.²⁷

Apesar de alguns documentos do BCB, divulgados nesse período, reafirmarem que o único objetivo da política de câmbio flutuante seria “evitar que a taxa de câmbio oscile em curto espaço de tempo, ocorrendo a desvinculação do nível de reservas internacionais dos resultados do mercado cambial e resultados contido na circular que instituiu o novo regime cambial” (BCB, 2000), a preocupação com os impactos inflacionários da depreciação cambial é explicitada tanto em algumas atas do Copom (por exemplo, as notas da 57ª Reunião, dos dias 20 e 21/3/2001), como nas duas cartas abertas do presidente do BCB ao Ministro da Fazenda para justificar o descumprimento da meta de inflação em 2001 e 2002.

O reduzido raio de manobra da gestão cambial decorria de três fatores: (i) da impossibilidade de recorrer ao mercado de derivativos de câmbio; (ii) do pequeno volume de reservas internacionais que poderia ser utilizado nas intervenções no mercado de câmbio à vista – inferior ao total disponível no ativo do BCB devido aos limites impostos pelo acordo do FMI, num primeiro momento sobre as

²⁷ Mihajijek (2006) defende que o principal objetivo dessas intervenções era prover liquidez à economia e não perseguir uma meta para a taxa de câmbio.

intervenção e, a partir de agosto, sobre as reservas líquidas ajustadas (memorandos técnicos de agosto e dezembro - ver Tabela 4); (iii) do volume já muito elevado do estoque da dívida mobiliária interna indexada à taxa de câmbio.

Já a forma de atuação do BCB nesse mercado praticamente não sofreu alterações em relação ao período de câmbio administrado no que diz respeito ao método de transação. As Circulares n. 2884 de 6/5/1999 e n. 2888 de 20/5/1999 definiram que essa atuação permaneceria sob a intermediação de *dealers* e que deveriam ser realizadas mediante operações interbancárias, por leilão eletrônico ou telefônico, com oferta simultânea a pelo menos 5 desses agentes. A única mudança relevante foi em relação à transparência das intervenções: a autoridade monetária se comprometeu a informá-las ao mercado mediante o Comunicado Depin n. 6873 de 20/5/1999 (BCB, 2000)

Tabela 4. Metas de reservas internacionais - 1999 (acordo com FMI)

| Meses | Limite das intervenções | Piso das reservas líq. ajustadas |
|-------|-------------------------|----------------------------------|
| | | |
| Mar | -3000 | |
| Abr | -2000 | |
| Mai | -1875 | |
| Jun | -1875 | |
| Jul | | 20.800 |
| Ago | | 21.600 |
| Set | | 22.000 |
| Out | | 22.200 |
| Nov | | 20.600 |
| Dez | | 21.300 |

Fonte: BCB - Análises do Mercado de câmbio.

Para procurar atender às metas da gestão do regime de câmbio flutuante na fase de pessimismo, o BCB não se limitou a intervir no mercado de câmbio à vista, mas utilizou outros instrumentos de política cambial, como a emissão de títulos indexados à taxa de câmbio e de *swaps* cambiais. Todavia, o recurso a esses três instrumentos de política cambial não foi homogêneo ao longo desse período, tendo sido condicionado pela dimensão das pressões no mercado de câmbio (associadas à evolução do Balanço de Pagamentos e ao grau de aversão do risco dos investidores), bem como pela deterioração das expectativas em relação à solvência da dívida pública interna. Ademais, a autoridade monetária adotou, principalmente no ano de 1999 (antes da ampliação do grau de abertura financeira), medidas de natureza regulatória para estimular a oferta e, principalmente, conter a demanda por divisas no mercado de câmbio (ver Box 1).

Box 1. Medidas regulatórias - 1999

As principais medidas adotadas nesse período para atenuar a escassez de divisas no mercado de câmbio foram:

1. Ampliação em 50% dos limites de posição vendida (Circular nº 2.858 de 25/01/1999);
2. Unificação das posições de câmbio do Segmento de Câmbio de Taxas Flutuantes com o Segmento de Câmbio de Taxas Livres, vigorando a partir de 1º de fevereiro de 1999 (Resolução nº 2.588, de 25.01.1999);
3. Prorrogação (de 30 junho para 31 de dezembro) da isenção de imposto de renda para Fundos de Renda Fixa/Capital Estrangeiro (FRF-CE) e redução da alíquota de IOF (de 2,0% para 0,5%) incidente sobre os ingressos de recursos estrangeiros;
4. Voltou-se a permitir que os recursos captados pelos bancos no exterior não repassados imediatamente a clientes fossem aplicados em operações de arrendamento mercantil, títulos públicos (NTN-D, NBC-E e NTN-I) e repasses a outra instituição interbancária (sem limite de prazo para empréstimo ao cliente final, sendo admitido ainda o repasse a uma terceira instituição financeira);
5. Limitação à exposição de instituição financeira no mercado de câmbio, ouro e demais operações correlatas vinculadas a variação cambial (Resolução nº 2.606 e Circular nº 2.894, de 27.05.99);
6. Aumento do prazo máximo de fechamento dos Adiantamentos de Contrato de Câmbio (ACC) de 180 para 360 dias (Circular 2.919, de 18/08/1999);
7. Extinção dos limites para a posição vendida de câmbio (Resolução 2.664 e Circular 2.947 de 28.10.99)

Fonte: BCB – Análises do Mercado de câmbio (www.bcb.gov.br).

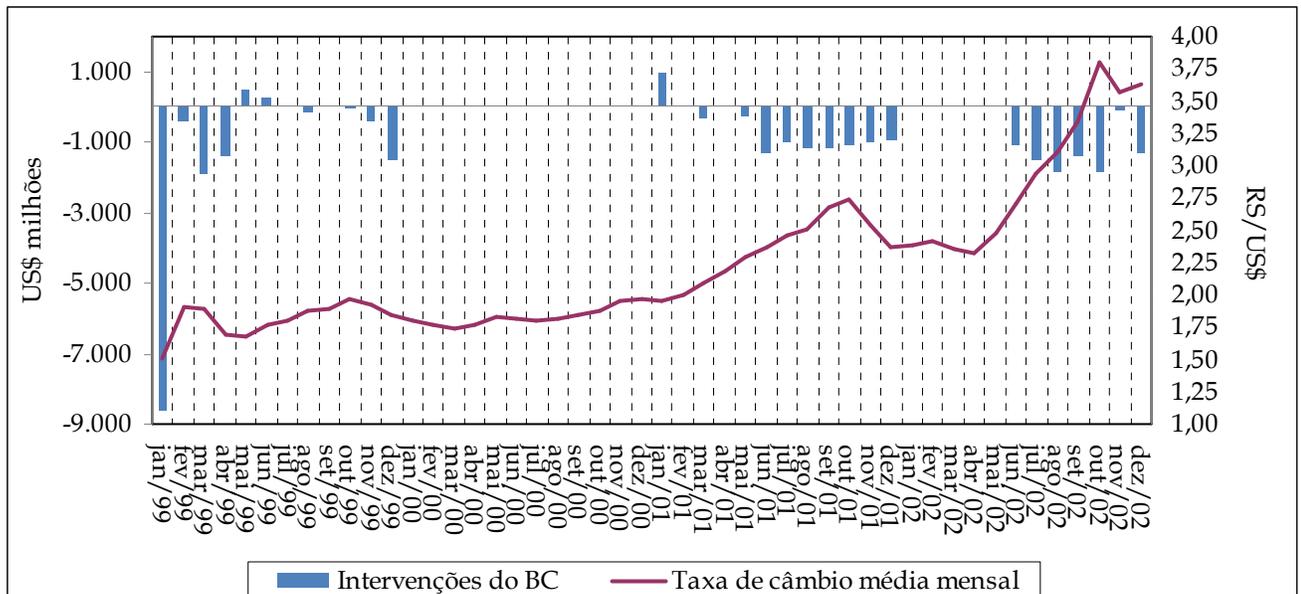
As intervenções do BCB no mercado à vista de câmbio foram irregulares e se concentraram na ponta vendedora. No início da vigência do novo regime, especificamente entre janeiro e abril de 1999, a autoridade monetária utilizou uma quantidade expressiva de dólares das reservas internacionais - mais de US\$ 12 bilhões - na tentativa frustrada de conter a depreciação do real.²⁸ (ver Gráfico III.4). Esses meses iniciais de turbulência foram seguidos por um período de relativa tranquilidade no *front* cambial - evidenciada na estabilidade do patamar e na redução da volatilidade da taxa de câmbio - , que se estendeu até o primeiro trimestre de 2001, durante o qual a autoridade monetária praticamente se ausentou desse mercado (ver gráficos 4 e 5).

Como destacam Pires de Souza e Hoff (2006: 11), este foi o período no qual “o regime cambial brasileiro mais se aproximou do padrão de flutuação pura”. Segundo esses autores, um conjunto de fatores teria contribuído para essa situação de “calmaria”, dentre os quais: a definição de Armínio Fraga para a presidência do BCB (em março); a definição do novo arcabouço da política monetária (em junho); a revisão bem-sucedida do acordo com o FMI; e os efeitos positivos da depreciação sobre a balança

²⁸ Pires de Souza & Hoff (2006) separam a evolução das intervenções no mercado de câmbio à vista nesse período em 4 fases distintas: a fase 1 (implantação do novo regime), abrangeria o 1º trimestre de 1999; a fase 2 (sem medo de flutuar) do 2º trimestre de 1999 ao primeiro de 2001; a fase 3 (ração diária e flutuação), de abril de 2001 a maio de 2002; e a fase 4 (regime monetário e cambial em xeque), de junho e dezembro de 2002.

comercial e de transações correntes, contribuindo para o ajuste do Balanço de Pagamentos. Todavia, do nosso ponto de vista, um condicionante decisivo desse ajuste, subjacente à tranqüilidade no mercado de câmbio, foi o comportamento mais favorável dos fluxos de capitais para o país, associado a um curto interregno de “otimismo” na fase de baixa do ciclo de liquidez dos anos 1990.

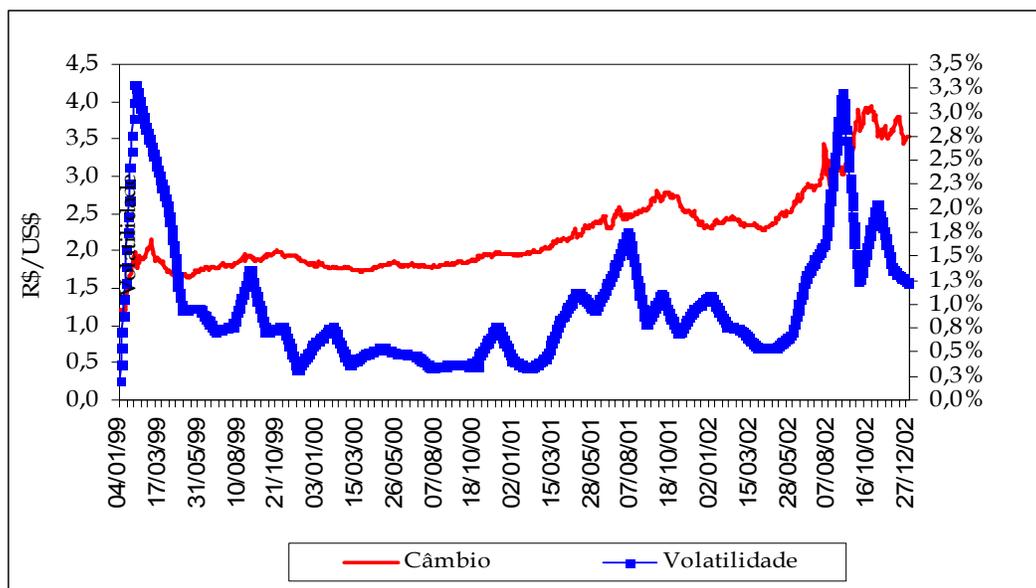
Gráfico 4. Intervenções do BC e taxa de câmbio nominal mensal (1999-2002).



Fonte: BCB. Elaboração própria

Contudo, com a deterioração do cenário internacional num contexto de lento ajuste das contas externas (e de eventos internos adversos, como a crise energética), teve lugar um novo ataque especulativo contra o real entre março e outubro de 2001. Essa deterioração foi provocada por uma sucessão de episódios: deflação da bolha das ações de alta tecnologia, crises cambiais da Turquia e da Argentina, desaceleração do crescimento ou recessão nos países centrais e os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001 (Pires de Souza e Hoff, 2006; Farhi, 2006).

Gráfico 5. Taxa de câmbio nominal diária e volatilidade.



Fonte: BCB. Elaboração própria

A interação entre a retração da oferta e o aumento da demanda por divisas levou o BCB a retomar suas intervenções no mercado de câmbio à vista (ver gráfico), mas estas, restringidas pelo baixo patamar das reservas disponíveis, revelaram-se insuficientes para deter a depreciação e o aumento da volatilidade da taxa de câmbio (ver gráfico 5). Nesse contexto, a autoridade monetária adotou duas estratégias complementares no âmbito da política cambial. Em primeiro lugar, anunciou uma nova forma de atuação nesse mercado a partir de julho, a chamada “ração diária”, mediante a qual venderia US\$ 50 milhões por dia ao longo do segundo semestre (cerca de US\$ 1 milhão por mês). O objetivo seria atenuar o grau de desvalorização cambial diante da escassez supostamente temporária de financiamento externo, sem estabelecer uma meta para a taxa de câmbio. Em segundo lugar, intensificou a emissão de títulos públicos indexados a essa taxa, sobretudo após a nova onda de instabilidade que sucedeu os ataques terroristas de 11 de setembro. Ademais, como destaca Farhi (2006), relutante em aumentar mais a taxa de juros, o BCB recorreu a outros instrumentos de política monetária (elevação dos depósitos compulsórios dos bancos) e redução do nível de alavancagem nas posições de câmbio.

A instabilidade externa e seus reflexos sobre o mercado de câmbio estancaram-se por um breve período - de janeiro e março de 2002 -, permitindo que o BCB novamente se ausentasse desse mercado (ver Quadro). No entanto, um novo ataque especulativo contra o real iniciou-se em abril 2002. Apesar de alguns eventos internos terem contribuído para a deterioração das expectativas dos

agentes residentes e não-residentes (efeito-lula, etc), o principal fator subjacente a esse ataque foi o forte aumento da aversão ao risco no mercado financeiro internacional, que resultou numa drástica retração dos fluxos de capitais para os países emergentes, em particular para os de maior risco de crédito.²⁹

Contudo, esse novo ataque especulativo teve uma dimensão mais ampla. Ele não se limitou à venda da moeda doméstica e dos ativos nela denominado, pois alguns agentes começaram a manifestar uma preocupação crescente com a solvência da dívida pública interna. Nesse contexto, com o objetivo de manter o suprimento de *hedge* cambial ao mercado, sem continuar pressionando a dívida pública (e, essencialmente, sua parcela vinculado ao câmbio), a autoridade monetária solicitou a autorização do FMI para lançar *swaps*³⁰ cambiais (cujo risco seria do BCB e não do Tesouro). Contudo, diante da relutância do Fundo em aceitar que o BCB voltasse a realizar operações com derivativos (mesmo que mais transparentes, na forma de em leilão e não na BM&F), no lançamento do novo instrumento eles foram vinculados às LFTs (títulos públicos pós-fixados de curto prazo). A suposição era que essa vinculação promoveria uma melhora no perfil da dívida interna. Assim, mediante esse derivativo de câmbio, o BCB ficaria comprado em taxa de juros prefixada em reais e vendido na variação da taxa de câmbio nominal.

Esta vinculação com títulos com juros prefixados, no entanto, provocou reações em cadeia nos mercados secundários, pois os agentes privados estavam interessados apenas nos *swaps* que garantiam a correção pela taxa de câmbio num contexto de crescentes temores de moratória da dívida interna. Suas vendas de LFTs no mercado secundário levaram a fortes quedas de seus preços, o que equivale a uma elevação de sua taxa de juros, que contaminou toda a estrutura de preços dos títulos públicos. Nesse contexto, o BCB decidiu antecipar a “marcação a mercado” das carteiras das instituições financeiras e dos fundos mútuos, diante do risco de resgate em massa de investidores institucionais e corporativos mais bem informados. Essa antecipação provocou uma desvalorização abrupta dos patrimônios líquidos dos fundos DI e de renda fixa, bem como uma volatilidade sem precedentes em seus retornos diários e, em seguida, uma crise de confiança que levou ao resgate de R\$ 54,5 bilhões (14,6% dos fundos) nos três meses após a mudança de regra. Uma parte considerável

²⁹ Este aumento decorreu da crise de confiança nos mercados de capitais provocada pelas fraudes contábeis e pela concordata de grandes empresas nos Estados Unidos.

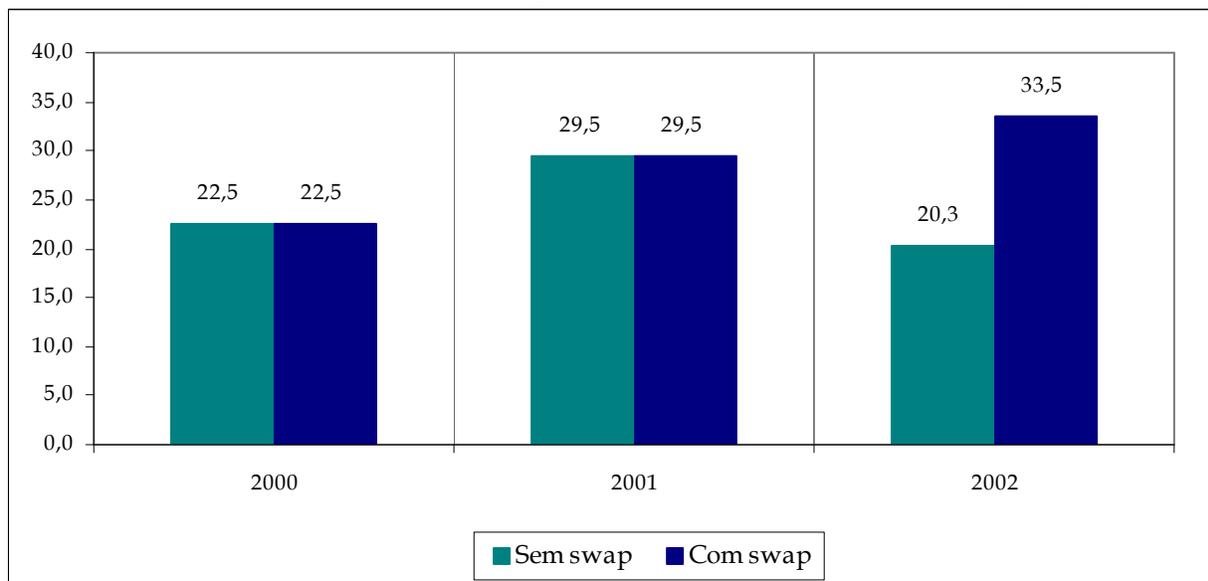
³⁰ Por definição, um *swap* é um contrato de troca entre duas partes que se comprometem a intercambiar entre si ativos ou fluxos financeiros num prazo predeterminado.

desses recursos foi direcionada para a compra de dólares, intensificando a desvalorização do real (Farhi, 2006).

Assim, após um mês após o lançamento do novo instrumento de política cambial, o BCB voltou atrás e desistiu de vincular *swaps* cambiais às LFTs³¹ e passou a negociar *swaps* “solteiros”, além de manter as colocações dos títulos do Tesouro Nacional indexados ao câmbio. Após a turbulência inicial, o novo instrumento foi bem recebido pelo mercado e absorveu uma parte importante da procura por *hedge* cambial num contexto de expectativas de moratória da dívida pública interna (que também impuseram limites a elevações adicionais da taxa de juros para conter a fuga do real – ver relatório II do subprojeto IV). Como mostra o gráfico 6, a parcela da dívida mobiliária federal indexada ao câmbio passou de 29,5% em 2001 para 33,5% em 2002, dos quais 13,2 p.p correspondiam aos *swaps* cambiais.

Finalmente, é importante mencionar que os ataques especulativos sob o regime de câmbio flutuante (de 2001 e 2002) diferenciaram-se daqueles que eclodiram durante a vigência do regime anterior, de bandas cambiais. Como explica Farhi (2006), *esses ataques (...) sublinharam as particularidades que os distinguem dos ataques ocorridos no regime de câmbio administrado. Na vigência da banda cambial, o ataque especulativo, a demanda por divisas e a fuga de capitais tinham impacto direto no nível das reservas internacionais do país. Num regime de taxa de câmbio flutuante, a demanda por divisas e a fuga de capitais passam a ocasionar uma depreciação da taxa de câmbio”*.

Gráfico 6. Títulos públicos federais indexados ao câmbio (em %)

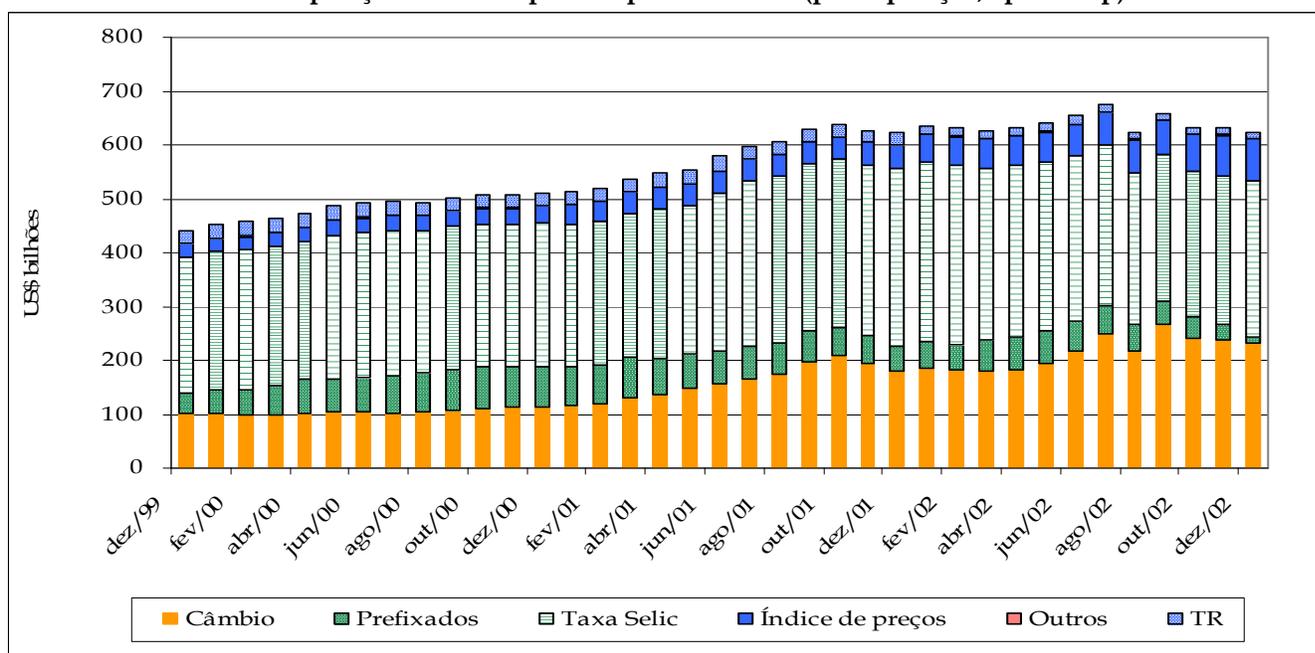


Fonte: BCB. Nota para imprensa- Política fiscal.

³¹ No Boletim Focus de 27/06/2002, o Banco central reconhece que “os leilões de LFT conjugados com *swaps* cambiais foram interrompidos em maio de forma a reduzir pressão potencial sobre o preço das LFT negociadas no mercado secundário”.

Contudo, os custos das crises cambiais sob o regime de câmbio flutuante foram, igualmente, absorvidos pelo setor público, que assumiu o risco cambial privado mediante a oferta de títulos públicos e *swaps* cambiais (ver gráfico 7). Ou seja, mais uma vez foi observado o processo de socialização das perdas, recorrente na economia brasileira. Se a gestão cambial foi praticamente impotente em conter a volatilidade e a desvalorização da taxa de câmbio, ela foi, em alguma medida, eficaz no sentido de prover *hedge* cambial ao mercado, reduzindo os efeitos deletérios da instabilidade cambial sobre a higidez do sistema financeiro.

Gráfico 7. Composição da dívida pública por indexador (por exposição, após swap) - 1999 a 2002



Fonte: BCB.

III.3.3. Regime de câmbio flutuante na fase de “otimismo”: janeiro de 2003 a junho de 2007

A combinação de elevado grau de abertura e de mercados de derivativos profundos revelou-se uma “faca-de-dois gumes” para a gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil, sendo que cada “gume” se manifestou em diferentes momentos do ciclo de liquidez internacional. Na fase de pessimismo e escassez de recursos externos, analisada no item precedente, ela intensificou a eficácia dos ataques especulativos contra a moeda doméstica e reduziu a capacidade da gestão cambial de conter os movimentos de desvalorização. Esta gestão precisou recorrer a instrumentos alternativos de política (títulos indexados ao câmbio e *swaps*) para conter esses movimentos e, assim, seus efeitos

deletérios sobre a inflação (dado o elevado *pass-through*) e sobre a situação financeira dos agentes domésticos vulneráveis em termos de descasamento de moedas.

Já na fase de otimismo que se iniciou em 2003 e vigorou até junho de 2007, no contexto de retorno dos fluxos de capitais, resultados favoráveis nas transações comerciais e correntes com o exterior (associados à própria depreciação do período precedente, mas também ao ciclo de comércio internacional) e elevado apetite por risco dos investidores globais, a adoção de uma política monetária excessivamente restritiva resultaram numa trajetória ininterrupta de apreciação cambial (ver relatório 1 deste subprojeto e relatórios 2 do subprojeto IV), que constituiu a principal determinante da eficácia da política de metas de inflação dado o elevado *pass-through* (o qual se tornou o aliado por excelência dessa política).

Mesmo se mantendo subordinada à política de metas, a gestão cambial usufruiu maiores graus de liberdade diante do cenário externo benigno no âmbito das finanças e do comércio internacional (ver relatório 1 desse subprojeto e do subprojeto II). Este contexto contribuiu, decisivamente, para a evolução favorável do balanço de pagamentos (associada aos superávits nas transações correntes a partir de 2003 e na conta de capitais voluntários após 2005 - ver Tabela 5) e para melhora da situação de solvência externa da economia brasileira (ver gráfico 8).

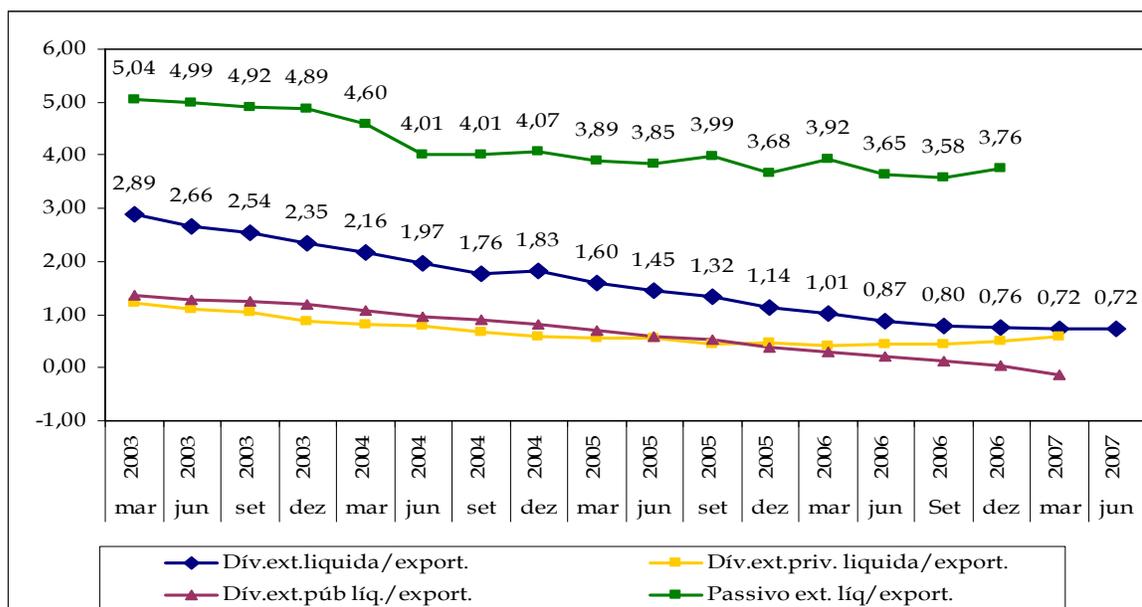
Tabela 5. Balanço de Pagamentos - US\$ milhões (2003-2007)

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 (jan-jun) |
|---|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Transações correntes | 4.177 | 11.738 | 14.199 | 13.621 | 4.383 |
| Balança comercial (FOB) | 24.794 | 33.666 | 44.757 | 46.458 | 20.638 |
| Exportações | 73.084 | 96.475 | 118.308 | 137.807 | 73.214 |
| Importações | -48.283 | -62.809 | -73.551 | -91.350 | -52.576 |
| Serviços e rendas | -23.483 | -25.197 | -34.115 | -37.143 | -18.251 |
| Transferências unilaterais | 2.867 | 3.268 | 3.558 | 4.306 | 1.996 |
| Conta capital e financeira | 5.111 | -7.356 | -8.808 | 15.982 | 59.812 |
| Conta capital | 498 | 339 | 663 | 869 | 291 |
| Conta financeira | 4.613 | -7.696 | -9.470 | 15.113 | 59.522 |
| Capitais voluntários | -156 | -3.333 | 13.801 | 15.113 | 59.522 |
| Investimento direto | 9.894 | 8.695 | 12.676 | -9.420 | 24.326 |
| Investimentos em carteira | 5.308 | -4.750 | 4.885 | 9.573 | 24.013 |
| Derivativos | -151 | -677 | -40 | 383 | 149 |
| Outros invest. (voluntários) ⁽¹⁾ | -15.207 | -6.600 | -3.720 | 14.577 | 11.034 |
| Operações de Regularização | 4.769 | -4.363 | -23.271 | 0 | 0 |
| Erros e omissões | -793 | -2.137 | -1.072 | 965 | -2.585 |
| Resultado global do balanço | 8.496 | 2.244 | 4.319 | 30.569 | 61.610 |
| Resultado global excluindo FMI | 3.726 | 6.607 | 27.591 | 30.569 | 61.610 |

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Nota: (1) Outros investimentos, exclusive operações de regularização com FMI.

Gráfico 8. Indicadores de solvência externa



Fonte: BCB. Elaboração própria.

É possível identificar dois períodos distintos da gestão cambial nessa fase de otimismo: o primeiro de janeiro de 2003 a novembro de 2004; e o segundo de dezembro de 2004 a junho de 2007.

No primeiro período (jan/03 a nov/04), o BCB praticamente não interviu no mercado de câmbio à vista, comportamento que seria de se esperar de janeiro de 2003 a julho de 2004, quando, após os meses iniciais de correção do overshooting de 2002, a taxa de câmbio se manteve estável. Contudo, mesmo a partir de julho de 2004, quando essa taxa inicia seu prolongado processo de apreciação, as atuações da autoridade nesse mercado mantiveram intermitentes, dado o objetivo implícito de usufruir desse processo para atingir as metas de inflação (induzido pelo anúncio e, após setembro, efetivo aperto monetário – ver relatório 2 do subprojeto IV). Nesse período, a estratégia principal da política cambial foi o resgate agressivo dos títulos cambiais (BCB, 2003 e 2004), que persistiu no período posterior (ver gráfico 9). Ademais, o Tesouro passou a intervir no mercado de câmbio à vista com o intuito de pré-financiar compromissos externos (ver relatório 1 deste subprojeto). Em 2004, o Tesouro adquiriu US\$7,3 bilhões ao longo do ano, valor superior às compras do BCB (US\$5,3 bilhões), que ocorreram em dezembro, início do segundo período aqui analisado (ver tabela 6 e gráfico 10).

Tabela 6. Balanço de Pagamentos – Transações Privadas⁽¹⁾

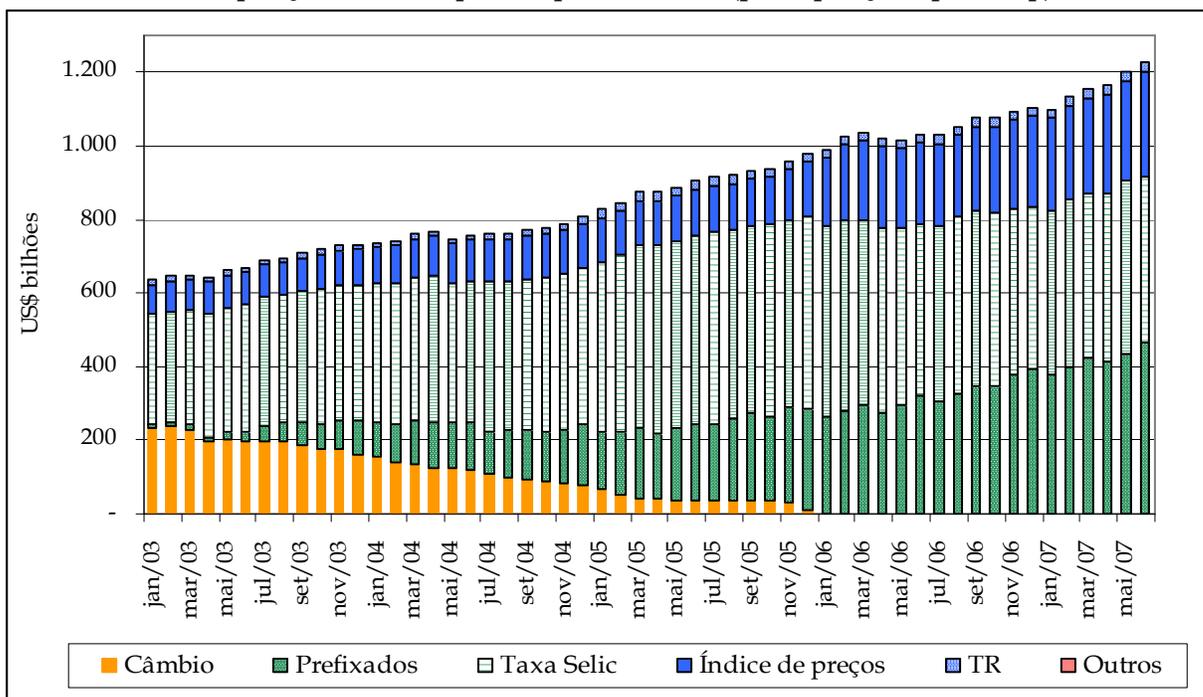
| | 2004 | 2005 | 2006 | Jan-jun2007 |
|--|--------|--------|--------|-------------|
| <i>Transações correntes Mercado</i> | 14,5 | 16,4 | 10,6 | 1,8 |
| Intervenções do Tesouro (Líquido) | - 2,7 | - 9,4 | - 3,4 | - 2,6 |
| Transações correntes Mercado s/ Tesouro | 17,2 | 25,8 | 14,0 | 4,4 |
| <i>Conta financeira (líquido)</i> | - 11,4 | 6,2 | 21,9 | 68,7 |
| Conta financeira (líquido) s/ Tesouro | - 6,6 | - 2,2 | 33,6 | 73,9 |
| Investimento estrangeiro direto | 18,2 | 15,1 | 18,8 | 20,9 |
| Investimento estrangeiro em carteira | 2,2 | 7,1 | 14,7 | 15,8 |
| Empréstimos de médio e longo prazos ^{3/} | - 13,5 | - 10,2 | 6,9 | - 10,0 |
| Emprést. médio e longo prazos | - 8,8 | - 18,7 | 15,8 | - 4,9 |
| Intervenções do Tesouro (Líquido) | - 4,7 | 8,5 | - 8,9 | - 5,1 |
| Crédito comercial- curto, médio e longo prazos | - 3,4 | 1,4 | 11,9 | 41,0 |
| Investimentos brasileiros no exterior | - 13,4 | - 7,6 | - 34,5 | - 5,4 |
| Demais (conta capital, títulos curto prazo, derivativos, moedas e depósitos, erros e omissões) | - 1,4 | 0,5 | 6,9 | 6,5 |
| Hiato financeiro | 3,1 | 22,7 | 36,1 | 70,5 |
| Intervenções líquidas do banco central | - 5,3 | - 21,5 | - 34,3 | - 57,0 |
| Bancos: variação de ativos no exterior | 2,2 | - 1,2 | - 1,7 | - 13,5 |
| Intervenções líquidas do tesouro | - 7,3 | - 9,3 | - 12,3 | - 7,7 |
| Hiato financeiro recalculado | 10,4 | 32,0 | 48,4 | 78,2 |

Fonte: BCB (Quadros 1, 3 e 4 da Nota para Imprensa do Setor Externo). Elaboração própria a partir da colaboração de Thiago Said Vieira (Assessor Pleno do Departamento Econômico do Bacen - Divisão de Balanço de Pagamentos).

Nota: Enquanto o Balanço de Pagamentos – Mercado (Quadro 3) exclui do Balanço de Pagamentos tradicional (Quadro 1) somente as operações do banco central, o Balanço de Pagamentos – Transações privadas, exclui, além dessas operações, as compras/vendas de divisas pelo Tesouro no mercado de câmbio à vista.

O segundo período (dez/04 a jun/07) caracteriza-se, exatamente, pelo retorno do BCB ao mercado de câmbio, mas agora na ponta compradora dos seus dois segmentos, à vista e futuro. No segmento à vista, as intervenções foram temporariamente interrompidas entre março e setembro de 2005, a despeito da continuidade da apreciação do real, suscitando novamente a interpretação de uso deliberado (mas não explicitado) da apreciação cambial como instrumento-chave da política monetária (ver relatório 2 do subprojeto IV).

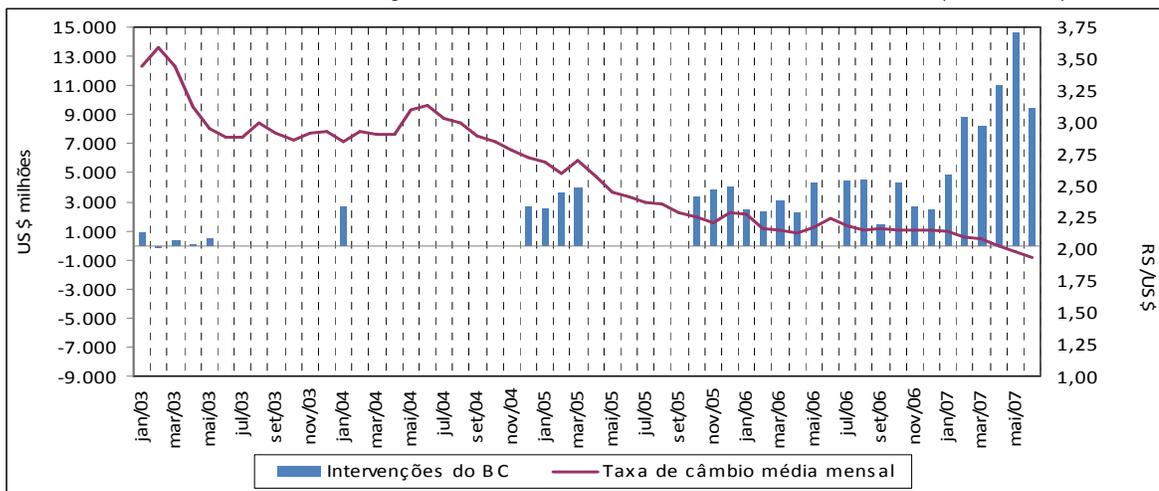
Gráfico 9. Composição da dívida pública por indexador (por exposição, após swap) – 2003 a 2007



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Como mostra o gráfico 10, a partir de outubro de 2005, o BCB manteve uma presença constante nesse mercado (exceto em junho de 2006), com o objetivo explícito de acumular “reservas internacionais (...) e (...) não impor tendência nem pisos à flutuação cambial, assim como não adicionar volatilidade ao mercado” (BCB, 2007: 69). Dada a política monetária restritiva vigente no período, a autoridade monetária brasileira adotou persistentemente a estratégia de intervenção esterilizadora, ou seja, de neutralizar o impacto monetário das suas compras de divisas mediante venda de títulos públicos no mercado aberto a partir das chamadas operações compromissadas. A partir de maio 2002, o BCB ficou proibido (pela Lei de Responsabilidade Fiscal) de lançar títulos da dívida pública e passou a atuar no mercado exclusivamente com títulos do Tesouro em carteira (ver relatório 2 do subprojeto V)– ao contrário de outros países, onde os Bancos Centrais utilizam títulos públicos da sua emissão nas operações de esterilização (ver seção II).

Gráfico 10. Intervenções do BC e taxa de câmbio nominal mensal (2003-2007).



Fonte: BCB. Elaboração própria.

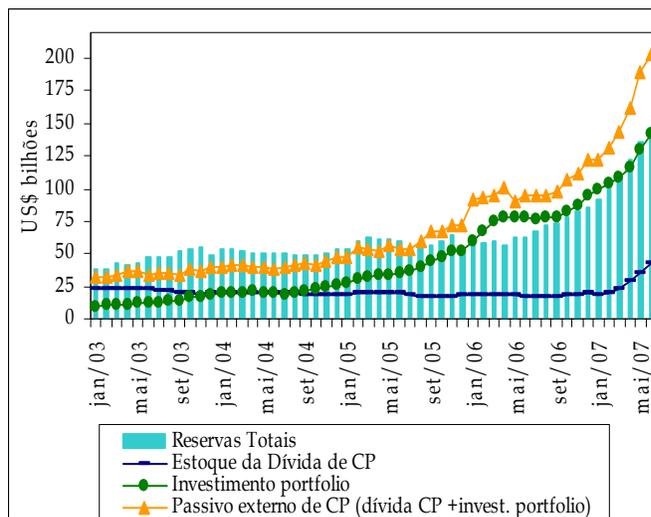
A natureza do emissor dos papéis utilizados nas operações de esterilização pode tornar mais transparentes as políticas monetária e de dívida pública, mas não afeta o custo quase-fiscal dessas operações. É importante destacar que a política de acumulação de reservas internacionais adotada a partir do final de 2004 com o objetivo fortalecer a posição externa do país direta (mediante a constituição de um “colchão” de liquidez em moeda estrangeira) e indiretamente (via melhora nos *ratings* externos) – depara-se com dois importantes constrangimentos: o elevado estoque de dívida pública mobiliária concentrada no curto prazo e indexado à taxa selic (ver também relatório 2 do subprojeto V); e o expressivo diferencial entre os juros internos e externos, que torna o custo de carregamento dessas reservas excessivamente alto (em termos absolutos e relativamente aos demais países emergentes).

Uma estimativa desse custo em junho de 2007, quando as reservas atingiram US\$ 147 bilhões – que considera o diferencial entre a taxa selic e o rendimento das *Treasury* de 10 anos (destino privilegiado dessas reservas), de 7,08% neste mês - indica um gasto de US\$ 10,5 bilhões de dólares ao ano. Se considerarmos a variação cambial desde o final de 2004, quando a política de acúmulo de reservas foi retomada, esse gasto foi ainda maior, já que o dólar depreciou-se em relação ao real nesse período. Contudo, um cálculo mais preciso do custo dessa política revela-se especialmente complexo, pois deveria incluir, além dessa variação, os seus benefícios em termos de redução da vulnerabilidade externa e melhora dos *ratings* soberanos, como destacado na seção I.

Esse mesmo diferencial de juros, num contexto de forte queda do risco-país, estimulou o ingresso de capitais de curto prazo, em busca de ganhos de arbitragem e/ou especulação, e teve um papel decisivo no movimento de apreciação cambial entre setembro de 2004 e dezembro de 2006, como destacado no relatório 1 deste subprojeto. Ou seja, o patamar da taxa de juros básica da economia brasileira tem dois efeitos simultâneos e contraditórios: de um lado, estimula a ampliação do passivo externo de curto prazo do país (na forma de investimento de portfólio em renda fixa e de dívida de curto prazo - ver gráfico 11); de outro lado, onera o custo de carregamento das reservas em moeda estrangeira, que constituem o “colchão de segurança” necessário para fazer frente à reversão potencial desse passivo.

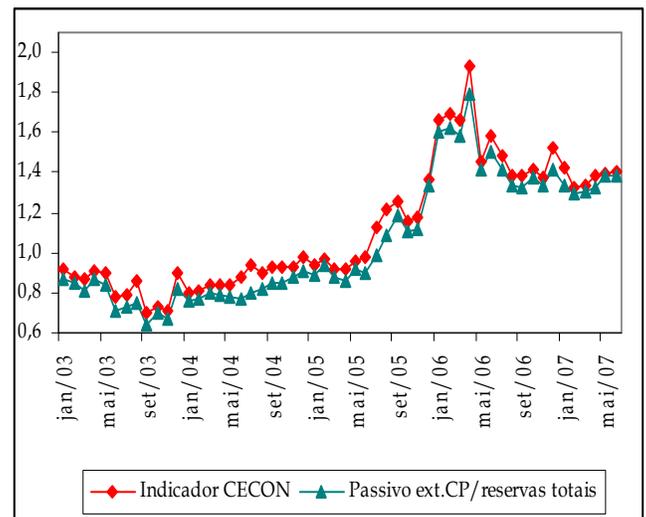
O ritmo de expansão desse passivo desde janeiro de 2003 foi maior que a taxa de crescimento das reservas internacionais, o que resultou na deterioração dos indicadores de liquidez externa até dezembro de 2005 (ver gráfico 12). Somente a partir de janeiro de 2006, quando a política de acumulação de reservas torna-se mais agressiva, esses indicadores sofrem uma pequena melhora, que persiste até janeiro de 2007. A partir desse mês, eles indicadores voltam a se deteriorar devido à forte expansão do ingresso de capitais de curto prazo, que resultou no crescimento da dívida externa de curto prazo, bem como do estoque de investimentos de portfólio no país (ver gráficos 11 e 12).

Gráfico 11. Passivo externo de curto prazo e reservas



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Gráfico 12. Indicadores de liquidez externa



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Nota: * Indicador CECON: constitui um indicador mais amplo de liquidez externa, pois considera no numerador, além do passivo de curto prazo, o saldo em transações correntes e o principal vencível da dívida de médio e longo prazo nos próximos 12 meses.

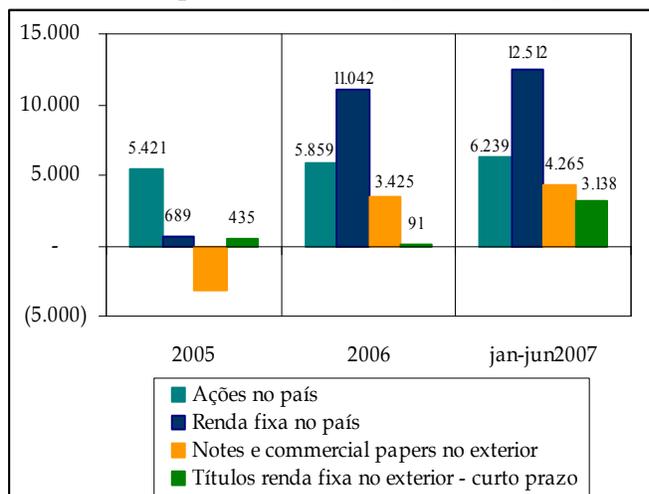
A forte entrada de recursos externos nas modalidades de crédito de curto prazo e de investimento de portfólio, ao lado do desempenho favorável dos fluxos de investimento direto externo, resultou num superávit recorde da conta financeira do balanço de pagamentos no primeiro semestre de 2007.³² Considerando somente as transações privadas (ver tabela 6), de janeiro a junho de 2007, esse superávit atingiu 73,9 bilhões (linha Conta financeira s/Tesouro), mais do que o dobro do registrado em 2006 (US\$ 33,6 bilhões). Na Tabela 6, fica evidente o expressivo crescimento das modalidades “Investimento externo direto”, “Investimento de portfólio” (que somaram no primeiro semestre do corrente ano valores superiores aos registrados em todo o ano de 2006) e, principalmente, dos créditos comerciais (que passaram de US\$ 11,9 bilhões em 2006 para US\$ 41 bilhões no primeiro semestre de 2007).

Todavia, a forte expansão de algumas modalidades de fluxos de capitais de curto prazo não transparece nos dados dessa tabela, que tem um maior grau de agregação (por exemplo, os títulos de curto prazo no exterior estão contabilizados na rubrica “Demais” e os créditos de curto prazo na rubrica “Crédito comercial”). Essa expansão pode ser apreendida a partir dos dados desagregados do balanço de pagamentos. Como mostram os gráficos 13 e 14, no primeiro semestre de 2007 houve um *boom* de recursos externos associado tanto aos investimentos de portfólio no país (em renda fixa e ações) e no exterior (mediante emissão de *notes*, *commercial papers* e títulos de curto prazo), como aos empréstimos bancários de curto prazo contratados por exportadores (contabilizados na rubrica “Crédito comercial – fornecedores CP”) e por bancos residentes no país (na modalidade “Empréstimos e financiamento – demais setores CP).

Alguns fatores contribuíram decisivamente para esse *boom*, num contexto de continuidade da política de redução da taxa de juros básica. Por um lado, a expectativa não somente de melhora do *rating* de crédito externo do país (que se concretizou em maio), mas, sobretudo, de obtenção do “grau de investimento” (agora estamos somente uma nota abaixo dessa classificação), estimulou as aplicações tanto em ações, como em renda fixa (dada a perspectiva de convergência dos juros internos para os patamares vigentes nas demais economias emergentes após a obtenção dessa classificação). Por outro lado, no caso especificamente dos fluxos atraídos pelo diferencial entre os juros internos e externos, dois fatores adicionais estimularam sua ampliação nesse período: a redução do ritmo de corte (de 0,5 p.p para 0,25 p.p) da taxa de juros básica pelo BCB em janeiro e a continuidade da tendência de queda do risco-país no mercado internacional.

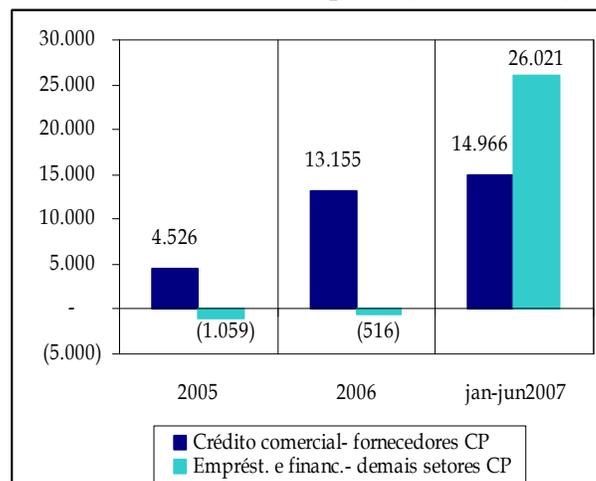
³² Para uma análise detalhada da tabela 6 no período 2004-2006, ver o relatório 1 deste subprojeto.

**Gráfico 13. Investimentos de portfólio
Principais modalidades(US\$ milhões)**



Fonte: BCB – Tabelas especiais do Balanço de Pagamentos. Elaboração própria.

**Gráficos 14. Outros investimentos
Modalidades de curto prazo (US\$ milhões)**

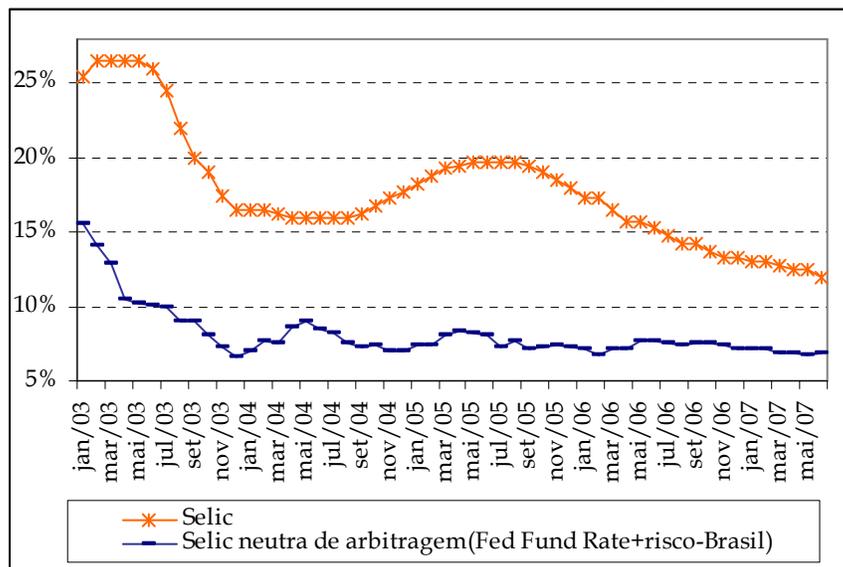


Fonte: BCB – Tabelas especiais do Balanço de Pagamentos. Elaboração própria.

A interação entre esses dois fatores manteve o diferencial entre a taxa Selic e a taxa denominada “Selic neutra de arbitragem” (ver gráfico 15) – que consiste na soma do risco-país com a taxa de juros de menor risco (*Fed Fund Rate*) e constitui o custo de captação dos tomadores brasileiros no exterior – estimulando a contratação de linhas de crédito de curto prazo para realizar operações de arbitragem no mercado financeiro interno, seja pelos bancos (que explica a ampliação das posições vendidas no mercado de câmbio até maio – ver gráfico 16), seja pelos exportadores (que explica, por sua vez, o descolamento entre o câmbio comercial de exportação e os embarques efetivos – ver gráfico 17). Vale mencionar que foi exatamente para desestimular essas operações que o BCB anunciou no dia 8 de junho mudanças nas normas que regem das operações dos bancos no mercado de câmbio (que entraram em vigor no dia 2 de julho)³³

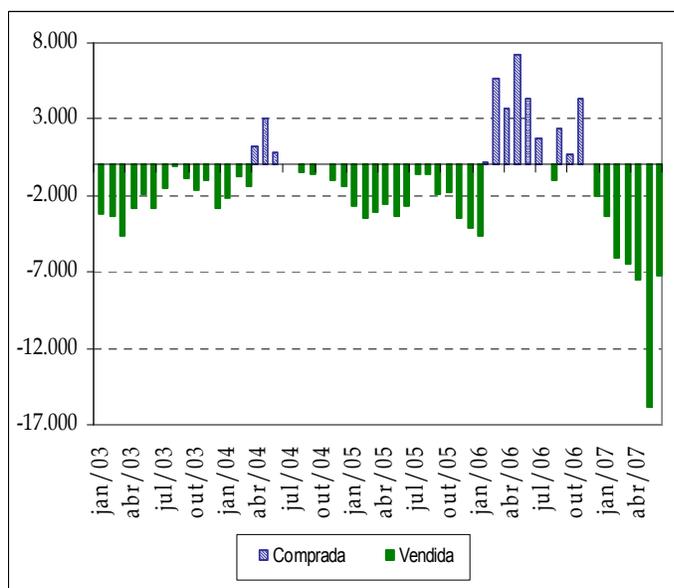
³³ A exposição permitida aos bancos nesse mercado foi reduzida de 60% para 30% do patrimônio de referência; a exigência de capital para fazer frente ao nível de exposição cambial foi elevada de 50% para 100%; e os bancos também terão de contabilizar como exposição cambial as operações feitas por suas filiais no exterior (www.bcb.com.br).

Gráfico 15. Selic e Selic neutra de arbitragem



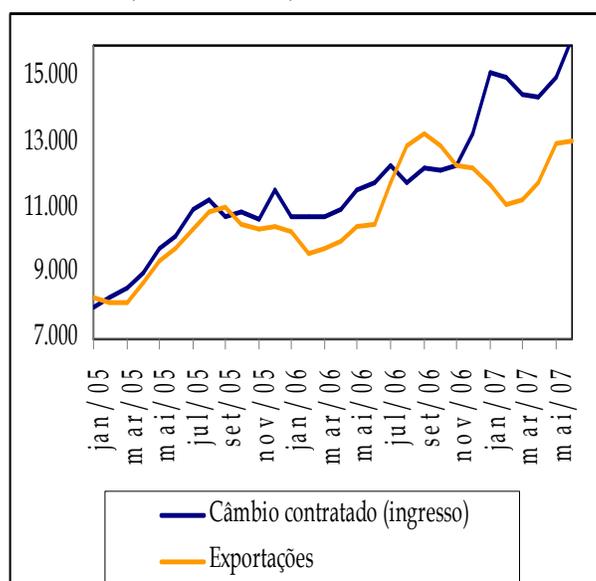
Fonte: BCB e FED

**Gráfico 16. Posição dos bancos
Mercado de câmbio à vista (US\$ milhões)**



Fonte: BCB. Elaboração própria.

**Gráfico 17. Câmbio comercial contratado
(ingressos) e exportações efetivas - Média móvel
trimestral (US\$ milhões)**

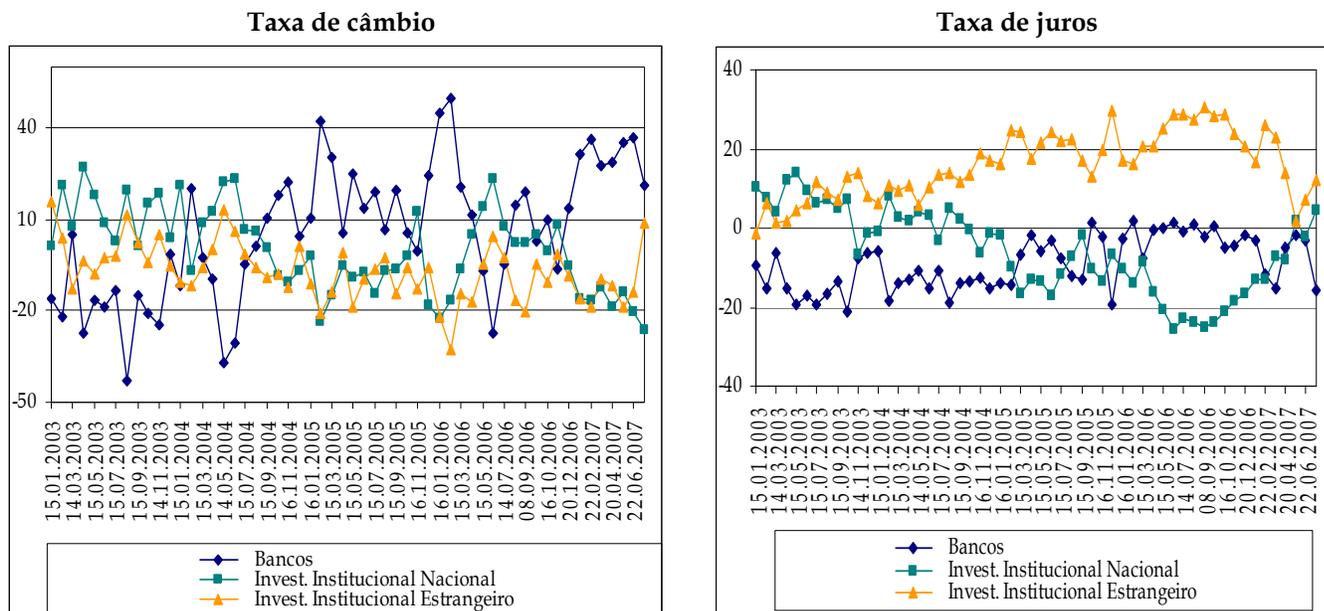


Fonte: BCB. Elaboração própria.

Essa mesma interação motivou os investidores estrangeiros a manterem ou mesmo ampliarem suas posições no mercado doméstico de derivativos financeiros (ver gráfico 18). Como explicado detalhadamente no Relatório 1 desse subprojeto, os derivativos vinculados à taxa de câmbio do Real,

negociados *onshore* (Bolsa de Mercadoria e Futuros - BM&F) e *offshore* (NDFs)³⁴, tiveram um papel decisivo na apreciação cambial a partir de 2004. As posições dos investidores institucionais estrangeiros³⁵ se concentraram em contratos curtos na ponta de venda, que realiza lucros na apreciação do real (em contrapartida, na ponta comprada no mercado de derivativos de juros, que representa uma expectativa na queda da taxa Selic, sobretudo nos vencimentos mais longínquos).

Gráfico 18. Posições líquidas dos investidores em derivativos de taxa de câmbio e de juros⁽¹⁾



Fonte: BM&F. Este indicador foi desenvolvido no âmbito do Cecon pela profa. Maryse Farhi.

Nota: (1) As posições líquidas de cada tipo de investidores (compradas menos vendidas) são medidas pelo estoque dos contratos em aberto (que se referem exatamente às posições assumidas e não liquidadas). Os valores abaixo da linha representam posições líquidas vendidas e os acima da linha posições líquidas compradas.

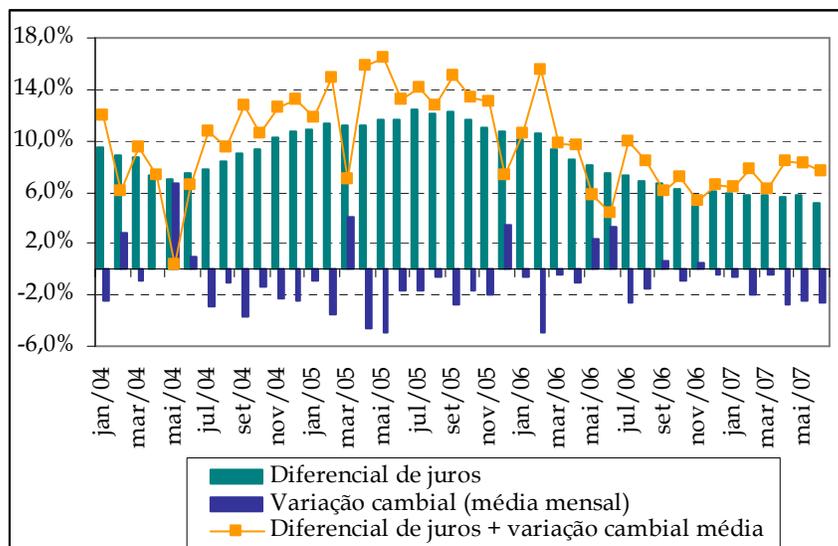
Assim, somente na fase de otimismo do ciclo de liquidez internacional, a combinação do ambiente de câmbio flutuante com o livre acesso dos investidores estrangeiros à BM&F (vigente desde 2000) resultou no aumento da liquidez e da profundidade desse mercado e, conseqüentemente, das oportunidades de arbitragem e especulação com as taxas de câmbio e de juros do Real. As operações dos investidores estrangeiros nos mercados de câmbio à vista e futuro para usufruir o amplo

³⁴ O mecanismo de derivativos financeiros empregado no mercado *off-shore* é o *non deliverable forward* (NDF) ou mercado a termo sem entrega física. O NDF é conceitualmente semelhante a uma simples operação de câmbio a termo em que as partes concordam com um montante principal, uma data e uma taxa de câmbio futura. A diferença é que não há transferência física do principal no vencimento. A liquidação financeira reflete-se à diferença entre a taxa de câmbio inicial e a constatada na data do vencimento, e é realizada em dólar ou em outra divisa plenamente conversível.

³⁵ De acordo com informações obtidas com participantes do mercado, os principais investidores são os fundos *hedge* (aqueles mais especulativos) e os bancos de investimento internacionais que não possuem filial no Brasil, como o *Lehman Brothers*, *Goldman Sachs* e *Bear Sterns*.

diferencial de juros, num contexto de queda dos riscos país e cambial (também associada à evolução favorável da balança comercial) resultaram intensificação da trajetória de apreciação do real ao longo do primeiro semestre de 2007 (ver gráfico 10). Essa trajetória, por sua vez, ampliou ainda mais a rentabilidade dessas operações, estimulando a sua continuidade, num processo de profecias auto-realizáveis (ver gráfico 19).

Gráfico 19. Diferencial de juros e variação cambial



Fonte: BCB, Federal Reserve e JP Morgan. Elaboração própria

Nesse contexto de ampliação da oferta de divisas, o BCB intensificou suas intervenções no mercado de câmbio à vista, as quais conduziram as reservas internacionais brasileiras ao seu patamar recorde em junho (ver gráficos 10 e 11). Todavia, no primeiro semestre de 2007, assim como no biênio 2005-06, a trajetória de apreciação da taxa de câmbio do real persistiu incontestada.

Uma possível resposta para essa aparente incógnita poderia ser buscada na institucionalidade do mercado *spot* de câmbio brasileiro. Esse mercado, no entanto, não possui nenhuma singularidade em relação aos demais países emergentes, que poderia colocar em xeque a eficácia das intervenções do BCB. Assim como na maioria desses países (ver seção I e II), predomina o método de transação via leilão eletrônico (*Clearing da BM&F*, instituída em 2006) ou por telefone mediante os *dealers* do BCB no mercado interbancário. Na realidade, parte da explicação para a continuidade da apreciação do real, a despeito das compras de divisas pela autoridade monetária brasileira, deve ser buscada na sua estratégia de intervenção no mercado de câmbio à vista, que se subordina, por sua vez, aos objetivos do regime de câmbio flutuante no Brasil.

Como destacado no item III.3.1, esses objetivos coincidiram, de forma geral, com aqueles do regime de metas de inflação – estabilidade dos preços e do sistema financeiro –, aos quais se somou, a partir de 2004, o acúmulo de reservas internacionais. Ou seja, na fase de auge do ciclo de liquidez internacional, as intervenções do BCB na ponta compradora do mercado de câmbio visavam reconstituir um colchão de liquidez em moeda estrangeira e reduzir a volatilidade cambial, sem procurar influenciar a tendência de apreciação do real (que se revelou fundamental para a eficácia da política de metas). Nesse contexto, o patamar da taxa de câmbio não constituiu uma meta da gestão cambial. A autoridade brasileira somente interveio, em algumas circunstâncias, para reduzir o ritmo desta apreciação, adotando a estratégia de “*leaning agaisnt the wind*”, já que mudanças abruptas desse patamar podem ampliar a incerteza, estimular movimentos especulativos e aumentar a volatilidade cambial (ver seção III.1).

Coerentemente com os seus objetivos macroeconômicos gerais e suas respectivas metas, o BCB perseguiu uma estratégia, previamente anunciada aos seus *dealers*, de atuar no final do dia, antes do fechamento do mercado, absorvendo as “sobras” de dólares aos preços vigentes no momento, sem procurar influenciar as cotações. Como destacado na seção I, é exatamente essa a estratégia recomendada quando a autoridade monetária não pretende influenciar o patamar de taxa de câmbio.

Caso o BCB tivesse adotado outra estratégia de intervenção no mercado de câmbio à vista – no que diz respeito aos volumes diários, ao *timing* e à transparência –, a intensidade da apreciação do Real poderia ter sido bem menor, mas não seria estancada. Defende-se, aqui, a hipótese de que uma mudança nessa estratégia somente reduziria essa intensidade, mas não seria suficiente para deter a tendência de valorização cambial devido ao contexto de ampla abertura financeira. Isto porque, nesse contexto, contrariamente ao suposto pela abordagem teórica convencional, os países emergentes, emissores de moedas não-conversíveis e vulneráveis a *sudden stops* ou a *overflows* dos fluxos de capitais de curto prazo, deparam-se, na realidade, com uma “dualidade impossível” (Flassbeck, 2001): a adoção do regime de câmbio flutuante não garante o ajuste automático do balanço de pagamentos e a autonomia da política monetária; pelo contrário, acentua a inter-relação entre a taxa de juros básica e taxa de câmbio nominal e a influência das decisões de portfólio dos investidores globais sobre esses preços-chave³⁶.

Todavia, essa inter-relação manifestou-se de forma diferenciada, dependendo da fase do ciclo

³⁶ Em contrapartida, como destacam Mohanty e Scatigna (2005), as economias que mantêm algum grau de controle sobre os fluxos de capitais conseguem, pelo menos parcialmente, insular suas políticas monetária e cambial dos efeitos desses ciclos.

de liquidez internacional. Na fase de escassez de recursos externos (1999-2002), foram os movimentos da taxa de câmbio que ditaram aqueles da taxa de juros básica (*policy rate*) –devido aos efeitos deletérios da desvalorização cambial sobre a inflação e sobre a situação patrimonial dos agentes com dívidas em (ou denominada em) moeda estrangeira. Já no período de abundância desses recursos, foram os movimentos desta última taxa que passam a condicionar a trajetória da taxa de câmbio. Ademais, no caso da economia brasileira, nesse período, a impossibilidade de o banco central controlar, simultaneamente, a taxa de juros básica e a taxa de câmbio nominal num ambiente de livre mobilidade de capitais foi levada ao limite devido a duas especificidades.

A primeira especificidade consiste no alto custo fiscal das operações de esterilização (associado ao patamar da taxa de juros básica e ao elevado estoque da dívida mobiliária interna). A adoção de uma estratégia mais agressiva de compra de divisas (com o objetivo de influenciar a trajetória da taxa de câmbio) com esterilização parcial dos seus impactos monetários colocaria em xeque a política de metas de inflação ancorada na manutenção de uma alta taxa de juros básica.

A segunda (e principal) especificidade reside na existência de mercados de derivativos financeiros (BM&F) amplos e líquidos, resultado da interação de dois fatores que se auto-alimentaram na fase de auge do ciclo recente de liquidez: o maior grau de desenvolvimento desses mercados, relativamente aos demais países emergentes, associado ao contexto de alta inflação dos anos 1980; o acesso sem restrições dos investidores estrangeiros à BM&F a partir de 2000.

Uma breve comparação internacional elucida a dimensão relativa desta bolsa e o tamanho das apostas de apreciação do real lideradas pelos investidores estrangeiros. Além de ocupar uma das primeiras posições no *ranking* das principais bolsas de derivativos mundiais – especificamente, o 8º lugar no bimestre jan-fev de 2007 – e a segunda dentre as bolsas emergentes (perdendo somente para a *Korea Exchange*, a bolsa da Coreia do Sul, na qual predominam as opções sobre o índice de ações), o número de contratos negociados na BM&F registrou a maior taxa de crescimento entre os primeiros bimestres de 2006 e 2007 (ver tabela 7).

Se considerarmos somente os derivativos de câmbio vinculados ao real negociados na BM&F, estes ocupavam no primeiro bimestre de 2007 a posição recordista em termos de número de contratos negociados, não somente no âmbito dos mercados organizados dos países emergentes, mas também do segmento de derivativos de câmbio mundial (ver tabela). Segundo a revista *Futures Industry*: “*BM&Fs U.S. Dollar contract led the sector (i.e., the foreign currency sector) for the second year in a row with a 51,4% increase to 10.97 million contracts. It was follow by CMEs Euro FX contract which rose 22% to 6,73*

million contracts” (Johnson, 2007; grifos nossos). O número de contratos de câmbio negociados na BM&F correspondia à quase 25% do total de contratos de derivativos de câmbio negociados em mercados organizados neste bimestre (44, 70 milhões, cifra 41,6% superior à registrada no mesmo bimestre do ano anterior). Esse número recorde também está relacionado ao fato de alguns investidores globais utilizarem esses contratos como uma “*proxy*” de derivativos de moedas emergentes, que são altamente correlacionadas ao real (como a lira turca e o rand sul africano), mas não possuem mercados de derivativos organizados líquidos e profundos.

Tabela 7. Principais bolsas de derivativos (contratos futuros, opções e swaps) Milhões de contratos

| Bolsa | Jan-fev07 | jan-fev06 | Varição (%) |
|---------------------------------------|--------------|--------------|-------------|
| Korea Exchange | 450,61 | 513,07 | -12,2 |
| Eurex | 267,87 | 226,04 | 18,5 |
| Chicago Mercantile Exchange | 235,80 | 192,47 | 22,5 |
| Chicago Board of Trade | 152,19 | 122,19 | 24,6 |
| Euronext.life | 130,89 | 115,02 | 13,8 |
| Chicago Board Options Exchange | 122,61 | 99,24 | 23,5 |
| International Securities Exchange | 106,86 | 98,61 | 8,4 |
| Bolsa de Mercadorias e Futuros | 62,91 | 41,80 | 50,5 |
| New York Mercantile Exchange | 59,24 | 42,15 | 40,5 |
| Bolsa de Valores de São Paulo | 55,91 | 42,88 | 30,4 |

Fonte: Future Industry.

Assim, se pode afirmar que a principal especificidade do mercado de câmbio brasileiro consiste na dimensão, liquidez e profundidade do seu segmento futuro (os contratos vinculados à taxa de câmbio do real negociados na BM&F). Essas características vinculam-se, intrinsecamente, ao livre acesso dos investidores estrangeiros a esse segmento, que intensificou os canais de transmissão entre as decisões de aplicação desses investidores, a taxa de juros e a taxa de câmbio nominal. Vale destacar que é exatamente esse livre acesso que viabiliza as operações de arbitragem entre as negociações *offshore* (NDFs) e *onshore* (BM&F) de derivativos de câmbio. Em outras palavras, devido à inexistência de controles de capitais sobre as transações de não-residentes no mercado organizado de derivativos, são criados “vasos comunicantes” entre esses dois mercados, que contribuem para manter a heterogeneidade de opiniões e, assim, ampliar os volumes negociados na BM&F, já que várias operações nessa bolsa são “espelhos” daquelas realizadas no mercado de NDF (ver Box 2).

Essa especificidade do mercado de câmbio brasileiro condicionou, igualmente, a gestão da política cambial. Como já anunciado, a partir de fevereiro de 2005, o BCB decidiu oferecer derivativos de câmbio, denominados *swaps* reversos. Esses instrumentos equivalem à compra de dólar no futuro e à venda de contratos de DI, ou seja, são exatamente o reverso dos *swaps* ofertados nos momentos de depreciação do real, quando os investidores demandavam dólares em troca de reais (ver tabela 8).

Box 2. Mercados *offshore* de moedas emergentes

Nos últimos anos, os mercados de câmbio de diversas moedas de países emergentes têm passado por uma mudança significativa. Essa mudança decorre da adaptação de mecanismos de derivativos financeiros às condições dos mercados de câmbio situados *offshore*, que negociam os chamados NDF. O surgimento desses novos mercados, fora do controle das autoridades monetárias domésticas, levou alguns analistas a argumentarem que medidas de controles de capitais teriam se tornado ainda mais ineficazes em isolar os movimentos das taxas de câmbio de mudanças na direção dos fluxos de capitais. Contudo, os impactos das operações de câmbio *offshore* das moedas emergentes sobre a taxa de câmbio negociada internamente diferenciam-se em função de dois fatores, como mostram Ma, Ho e McCauley (2004).

Em primeiro lugar, do grau de abertura financeira, que se exprime no diferencial de taxa de câmbio negociada no mercado local e no mercado *offshore* de câmbio e os regimes cambiais adotados. Nos países que mantêm controles sobre os fluxos de capitais, estes dificultam ou impedem a realização de operações de arbitragem entre o mercado de câmbio *offshore* e o mercado interno de câmbio, diminuindo ou eliminando a contaminação da taxa de câmbio negociada internamente pelas operações externas. Em segundo lugar, do regime cambial adotado. As negociações *offshore* de moedas dos países asiáticos que seguem o regime de câmbio fixo (como o renminbi chinês) ou o regime de câmbio administrado (por exemplo, a rupia da Indonésia) se concentram em prazos mais longos, independentemente da adoção de restrições aos fluxos de capitais. Esses instrumentos permitem que os *traders* internacionais tomem posições nos mercados de câmbio das moedas dos países emergentes baseados na especulação que a taxa de câmbio praticada ou o regime cambial deverão mudar, como vem sendo o caso nas negociações *off-shore* da taxa de câmbio da moeda chinesa. Já para as moedas que adotaram o regime de câmbio flutuante (como o real brasileiro, a lira turca ou o rand sul africano) boa parte das operações procura replicar as realizadas nos mercados à vista dos países emitentes. No caso de real brasileiro, aproximadamente 50% delas vencem em três dias úteis, mesmo prazo em que ocorrem as liquidações nos mercados de câmbio à vista no Brasil, tornando ambos os mercados muito próximos um do outro em termos de preços e reforçando a influência das negociações *off-shore* na determinação da taxa de câmbio doméstica.

Fonte: Farhi (2004); Cagnin, Cintra e Farhi (2007).

Com as operações de *swaps* reversos, a autoridade monetária posicionou-se na ponta oposta aos investidores estrangeiros nos contratos de câmbio e de juros da BM&F, formando posições compradas em câmbio e vendidas em juros, com o objetivo de, respectivamente: (i) atenuar a pressão de queda do preço do dólar no futuro (ou seja, de apreciação do real); (ii) evitar a distorção na curva de juros provocada pela concentração dos investidores estrangeiros na ponta comprada dos contratos futuros de juros – que exercia pressão baixista sobre os juros futuros.

Da mesma forma que as intervenções no mercado de câmbio à vista, a oferta de *swaps* reversos provocou, somente, a redução da velocidade da apreciação do real, evitando a queda abrupta do preço do dólar futuro (*e, pour cause*, do dólar à vista). Dado o diferencial entre o juro interno efetivo e aquele que corresponderia à soma do risco-país com a taxa de juros de menor risco (a chamada “Selic neutra de arbitragem”), sem as intervenções do BCB no mercado futuro a taxa de câmbio se converteria na variável de ajuste e se apreciaria, de forma praticamente instantânea, na intensidade necessária para garantir a vigência da paridade coberta de juros (o que implicaria o fechamento da “janela da arbitragem”). Ao evitar a apreciação da taxa de câmbio nessa intensidade, as expectativas

de apreciação do real persistiram e se tornaram auto-realizáveis mediante as operações dos investidores estrangeiros nos mercados futuro e à vista, que persistiram ao longo do primeiro semestre de 2007.

Tabela 8. Operações de swaps do BCB (dez2003-jun2007)

| | Estoque de contratos (1) | | Proteção em DI (2) | Exposição em dólar (3) |
|-----------|--------------------------|-----------|--------------------|------------------------|
| | Vendidos | Comprados | | |
| 2003 dez. | 628.886 | 31.550 | 82.278 | -82.278 |
| 2004 dez. | 305.040 | - | 38.343 | -38.343 |
| 2005 dez. | 32.313 | 164.394 | -14.845 | 14.845 |
| 2006 jul. | 14.550 | 376.324 | -36.472 | 36.472 |
| ago. | 14.550 | 377.024 | -37.580 | 37.580 |
| set. | 11.187 | 347.724 | -34.037 | 34.037 |
| out | 6.437 | 292.374 | -29.392 | 29.392 |
| nov | 3.350 | 260.574 | -26.616 | 26.616 |
| dez | 3.350 | 260.374 | -27.217 | 27.217 |
| 2007 abr. | 3.350 | 305.130 | -29.336 | 29.336 |
| | 3.350 | 432.980 | -39.008 | 39.008 |
| | 3.350 | 466.730 | -42.436 | 42.436 |

Fonte: BCB, Notas para Imprensa, Política Fiscal.

Notas:

(1) Operações realizadas por leilões no mercado aberto e registradas na BM&F. O total do estoque de contratos em final de período estão referenciados a contratos de US\$ 50.000,00 (o valor dos contratos no vencimento é: swap cambial com ajuste diário = US\$ 50.000,00; swap cambial sem ajuste = US\$ 1.000,00; swap cambial com ajuste diário = US\$ 1.000,00).

(2) Valor de referência da posição credora assumida pelo BCB, equivale ao somatório do valor atual do contrato em dólar, descontado pela taxa de ajuste, multiplicado pela quantidade de contratos colocados e convertida pelo dólar do dia de referência de cada período;

(3) Valor de referência da posição devedora assumida pelo BCB, equivalente ao somatório do valor atual do contrato em dólar, descontado pela taxa de ajuste, multiplicado pela quantidade de contratos colocados e convertida pelo dólar do dia de referência de cada período.

Em suma, de dezembro de 2004 a junho de 2007, período que se caracteriza pelo retorno do BCB ao mercado de câmbio, a atuação da autoridade monetária na ponta compradora dos seus dois segmentos (à vista e futuro) somente logrou reduzir o ritmo de apreciação do real. A trajetória da taxa Selic - que se manteve persistentemente acima do patamar da “Selic neutra da arbitragem” - condicionou, de forma decisiva, os movimentos da taxa de câmbio nominal. Dado o contexto de ampla mobilidade de capitais e existência de mercados de derivativos financeiros amplos e líquidos, a autoridade monetária brasileira não seria capaz de determinar, simultaneamente, as taxas de juros e de câmbio do real. Ao optar pela adoção de uma gestão monetária restritiva para garantir a eficácia da

política de metas de inflação³⁷, essa autoridade abriu mão, simultaneamente, de qualquer meta relativa à taxa de câmbio nominal, que se tornou a variável determinada do sistema e, ao mesmo tempo, o instrumento central para essa eficácia. Vale destacar que nesse período de abundância de liquidez externa e apreciação do real, o elevado *pass-through* vigente na economia brasileira tornou-se um “aliado” dessa política, dados os efeitos benéficos dessa apreciação sobre a inflação interna.

Assim, do nosso ponto de vista, não se pode afirmar que a política cambial foi ineficaz nesse período. O BCB não somente tinha plena consciência do papel da apreciação do real para o cumprimento das rígidas metas de inflação, mas a induziu mediante a condução de uma política monetária restritiva (sob o argumento de supostas pressões de demanda). As intervenções tiveram como objetivos conter a volatilidade no mercado de câmbio, bem como acumular reservas (seja para ampliar o “colchão de segurança” frente a choques externos, seja para contribuir para a melhora do *rating* externo do país) e ambos foram alcançados com relativo êxito.

Considerações finais

É possível endereçar dois tipos de críticas à gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil. A primeira crítica, que podemos denominar de externa, tem como alvo o próprio objetivo macroeconômico desse regime – o controle da inflação a qualquer custo – e, assim, o arranjo geral de política econômica no qual esse regime está inserido (elevado grau de abertura financeira e prioridade ao cumprimento das metas de inflação). Nessa perspectiva, ao negligenciar o patamar da taxa de câmbio enquanto meta de política após 2003, a gestão cambial abriu mão de defender a competitividade externa das exportações, o que pode colocar em risco, mesmo que no médio prazo, os superávits comerciais e em transações correntes, fundamentais para a redução de forma permanente e sustentável da vulnerabilidade externa do país.

Já a segunda crítica não questiona os objetivos macroeconômicos da política cambial, mas, sim, a estratégia utilizada pelo BCB devido ao seu elevado custo fiscal. Vale indagar se, no âmbito do mesmo arranjo de política econômica, a autoridade monetária brasileira poderia ser recorrido a um *mix* distinto de instrumentos nos mercados à vista e de derivativos. Isto porque, os *swaps* reversos, ao contrário das aquisições de divisas no mercado à vista, não resultam em ampliação da liquidez em moeda estrangeira (um objetivo positivo da política cambial após 2004), mas implicam, igualmente, custos fiscais elevados para o Tesouro, associados ao patamar da taxa selic e à trajetória de

³⁷ Como mostra o Relatório 2 do subprojeto IV, essa política decorreu, em grande parte, do formato e da gestão do regime de metas de inflação no Brasil.

desvalorização do dólar. O BCB poderia ter optado por uma estratégia de intervenção no mercado de câmbio à vista que exercesse uma maior influência sobre a trajetória de apreciação da taxa de câmbio (para reduzir o seu ritmo) e, com isso, recorrer menos a esses derivativos. Ou mesmo, como propõem Cagnin, Cintra e Farhi (2007), substituí-los por operações no mercado futuro da BM&F. Essas operações, apesar de menos transparentes que os *swaps* (realizados via leilões), seriam mais eficazes em atenuar a queda do preço do dólar no futuro, com a vantagem suplementar de terem um custo equivalente à taxa básica de juros somente se a intervenção for bem-sucedida (enquanto o prêmio da taxa de câmbio futuro sobre a taxa à vista persistir inferior à taxa Selic para o período, o custo da intervenção também o será).

Referências Bibliográficas

ADAMS, D. B.; HENDERSON, D.W. Definition and measurement of exchange market intervention, *Staff Studies* n. 126, 1983.

AIZENMAN, J., LEE, Y., RHEE, Y. *International Reserves Management and Capital Mobility in a Volatile World: policy considerations an case study of Korea*. NBER Working Paper 10.534. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2004.

AKYÜZ, Y. Financial liberalization: the key issues". *UNCTAD Discussion Papers* nº 56, Genebra, 2003. _____ *On financial openness in developing countries*, Genebra: UNCTAD, 2002 (Trabalho não-publicado).

BELLUZZO, L. G; CARNEIRO, R. O mito da conversibilidade. *Revista de Economia Política*, v. 24, n.2 (94), abr./jun, 2004, p. 218-222.

ARCHER, David. Foreign exchange market intervention: methods and tactics. In: *BIS Paper* n. 24 (op. cit.), 2005.

BCB – Banco Central do Brasil. *Relatório Anual*, 2000. Disponível em: www.bcb.gov.br.

BIS. *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, *BIS Papers* no. 24, may, 2005a. Basle: Bank of International Settlement.

BIS. *Globalisation and monetary policy in emerging markets*, *BIS Papers* n. 23, may, 2005b. Basle: Bank of International Settlement.

CAGNIN, R. F.; CINTRA, M. A. M.; FARHI, M. *Fundos cambiais e estratégias de intervenção no mercado brasileiro de câmbio*. São Paulo: IEDI - Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (Trabalho não-publicado), 2007, agosto.

CALVO, G. A; REINHART, C. M. *Fear of floating*. National Bureau of Economic Research, nov., 2003 (NBER Working Paper n. 7993).

CANALES-KRILJENKO, J. I. *Foreign exchange market organization in selected developing and transition economies: evidence from a survey*. Washington: International Monetary Fund, 2004 (IMF Working Paper n.4).

CARNEIRO, R. *Inconversibilidade Monetária; Atraso Produtivo e Política Econômica* (Notas sobre países

periféricos e globalização). Instituto de Economia, Unicamp, 2005 (Trabalho não publicado).

_____. A política econômica da era FHC ao governo Lula: da trindade impossível à autonomia necessária. In: VELLOSO, J. P. REIS (Coord.) *Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado*. Rio de Janeiro: José Olympio, 2003, p. 129-154.

CARVALHO, F. J. C.; SICSÚ, J. Controvérsias recentes sobre controle de capitais. *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 2 (94), p. 163-182, abr./jun. 2004. Também publicado em Sicsú, J. e Ferrari Filho, F. (2006), op.cit.

CHESNAIS, F. (org.) *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo. Ed. Xamã, 1996.

DISYATAT, Piti; GALATI, Gabriele. The effectiveness of foreign Exchange intervention in emerging market countries. In: *BIS Paper* n. 24 (op. cit.), 2005

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. *The revived Bretton Woods System: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries*. Cambridge, MA.: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper, n. 10.332).

_____. *An essay on the revived Bretton Woods System*. Cambridge, MA.: National Bureau of Economic Research, 2003. (NBER Working Paper, n. 9.971).

EICHENGREEN, B., HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. The Mystery of Original Sin. In: EICHENGREEN, B., HAUSMANN, R.; PANIZZA (eds.). *Other people's money: debt denomination and financial instability in Emerging-Market Economies*. Chicago: University of Chicago Press, 2005a, p. 233-265.

_____. *Currency mismatches, debt intolerance and original sin: Why They Are Not The Same and why it Matters*, 2003 (NBER Working Paper n. 10036).

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo. *Exchange rates and financial fragility*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1999. (NBER Working Paper n. 7418).

EICHENGREEN, B. *et al.* *Capital Account Liberalization: theoretical e practical aspects*, 1998 (IMF Occasional Papers, 172).

EPSTEIN, G.; GRABEL, I.; JOMO, K. S. Capital management techniques for development countries in the 90s: seven success stories and lessons for the future. Cambridge, MA: Political Economy Research Institute, 2003. (Working paper, n. 56). Disponível em: <http://ideas.repec.org>.

FARHI, Maryse. O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil. In: CARNEIRO, R. (org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Editora Unesp, 2006.

FARHI, Maryse. Mercados de câmbio *off-shore* e moedas inconvertíveis, *Boletim quadrimestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica*, n. 3, Suplemento 3. Campinas: Cecon/Instituto de Economia/Unicamp, agosto de 2004.

FISCHER, S. *Exchange rate regimes: is the bipolar view correct*. Distinguished Lecture on Economics in Government Delivered at the Meetings of the American Economic Association, 2001. Disponível em: <http://www.imf.org>

FLASSBECK, H. The exchange rate: economic policy tool or market price? Geneve: United Nations Conference on Trade and Development (Unctad Discussion Paper n. 157), nov., 2001.

- FRANKEL, J. A. No single currency regime is right for all countries or at all times. *Essays in International Finance* 215. Princeton, NJ: International Finance, 1999.
- FRANKEL, J.A. ; SCHMUKLER, S. ; SERVÉN, L. *Variability and vanishing intermediate exchange rate regime*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2000 (NBER Working Paper n. 7901).
- GREENVILLE, S. Exchange rate regimes for emerging markets, *BIS Review* n. 97, 2000.
- HAUSMANN, R. et. al. *Why do countries float the way they float?* Washington D.C. Inter-American Development Bank, may, 2000 (Working paper 418).
- HO, C.; McCAULEY, R. *Living with flexible exchange rate: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies*. Basle: Bank of International Settlements, feb., 2003 (BIS Working Paper)
- HOLUB, T. Foreign exchange interventions under inflation target: the Czech experience, *Czech National Bank Internal Research and Policy Note*, n.1, january, 2004.
- JURGENSEN, P. *Report of the working group on foreign exchange market intervention*, US Treasury Department, Washington D.C., 1983.
- KING, M. R. Effective foreign exchange intervention: matching strategies with objectives, *Journal of International Finance*, vol. 6, n. 2, pp. 247-69, 2003.
- MA, G.; HO, C.; McCAULEY, R. The markets for non-deliverable forwards in Asian currencies. In: *BIS Quarterly Review*, june, 2004. Basle: Bank of International Settlement.
- MIHALIJEK, D. Survey of central banks views on effects of intervention. In: *BIS Papers* n. 24 (op. cit), 2005.
- MOHANTY, M.S.; SCATIGNA, M. Has globalisation reduced monetary policy independence? In: *BIS Papers* n. 23 (op. cit.), 2005.
- MOGANTY, M.S.; TURNER, P. Intervention: what are the domestic consequences? In: *BIS Papers* n. 24 (op. cit.), 2005
- MORENO, R. Motives for intervention. In: *BIS Papers* no. 24 (op. cit.), 2005.
- MOSER-BOEHM, P. Governance aspects of foreign exchange interventions. In: *BIS Papers* no. 24 (op. cit.), 2005.
- MUNDELL, R. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates, *The Canadian Journal of Economics and Policy science*, vol. 29, n. 4, p. 475- 485, 1963.
- NEELY, C. J. The practice of central bank intervention: looking under hood, *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank of St Louis, may-june, pp. 1-10.
- NOLAND, M. *South Korea's experience with international capital flows*, Institute for International Economics, January, 2005.
- OBSTFELD, M.; SHAMBAUGH, J. C.; TAYLOR, A. M. *The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies and capital mobility*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2004 (NBER Working Paper n. 10396).
- OBSTFELD, M.; TAYLOR. A. M. *Global capital markets - integration, crisis, and growth*. Cambridge:

Cambridge University Press, 2004.

OCAMPO, José Antonio. Raúl Prebisch y la agenda del desarrollo en los albores del siglo XXI, *Revista de la Cepal*, Santiago de Chile, n.75, p.25-40, dec., 2001a.

_____. International asymmetries and the design of the international financial system. Santiago, Chile: CEPAL, abr., 2001b (Series temas de coyuntura n.15).

_____. *Developing countries' anti-cyclical policies in a globalized world*. Santiago, 2000, nov. Chile: Cepal. (Serie Temas de coyuntura)

PIRES DE SOUZA, F. E.; HOFF, C. *O regime cambial brasileiro: sete anos de flutuação*, 2006. Rio de Janeiro: Instituto de Economia Industrial da UFRJ (Trabalho não-publicado).

PRATES, D. M. Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico. In: FREITAS, M. C. P. de (Org.) *Abertura financeira no Brasil nos anos 90*. Edições Fundap: FAPESP; Brasília: IPEA, 1999, p. 17-60.

RHEE, Y.; SONG, C. Exchange rate policy and effectiveness of intervention: the case of South Korea. In: COLLINGNON, S. et al. (eds) *Exchange rate policies in emerging Asian countries*, Routledge Studies in the Growth Economies of Asia.

RODRIK, D. The social cost o foreign exchange reserves. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2006 (*Working Paper* n.11952) Disponível em www.nber.org/papers/w11952

_____. Who needs capital account convertibility? *Princeton Essays in International Finance*, International Finance Section, Princeton University, n.207, 1998.

SIDAUI, J. J. Policies for international reserve accumulation under a floating exchange rate regime: the experience of México (1995-2003). In: *BIS Paper* n. 23 (op.cit.), 2005.

SILVEIRA, M. A. C. da. Intervenção da autoridade monetária no mercado de câmbio em regime de flutuação administrad, *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil* n. 24, Brasília, maio, 2003.

WILLIAMSON, J. *Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option*. Washington: Institute for Internacional Economics, 2000.