

O Regime Cambial Brasileiro: 7 Anos de Flutuação¹

Francisco Eduardo Pires de Souza e Cecília Rutkoski Hoff

INTRODUÇÃO

Em janeiro de 1999, sob pressão de uma violenta crise cambial, o governo brasileiro adotou o regime de câmbio flutuante. Seis meses depois, com a implantação do sistema de metas inflacionárias, completava-se o desenho de um novo modelo de política macroeconômica, que comportava também a geração de elevados superávits primários nas contas públicas. Neste novo arranjo, a taxa de juros básica da economia seria o principal instrumento para atingir a meta inflacionária, enquanto à taxa de câmbio (flutuante) ficaria reservado o papel de promover o ajuste do balanço de pagamentos. Desde então sucederam-se fases de estabilidade cambial e de grande volatilidade e desalinhamento da taxa de câmbio. Tendo resistido bem às fases de estresse, o novo regime cambial passou a desfrutar de aceitação ampla entre economistas e governo.

O consenso, entretanto, restringe-se à idéia mais genérica de flutuação por oposição às experiências anteriores de câmbio rigidamente administrado. De fato, a opção pela flutuação é compatível com diferentes combinações de política monetária e fiscal, cujos efeitos sobre a trajetória da taxa de câmbio podem ser bastante distintos. Além disso, como a flutuação no mundo real nunca é inteiramente pura, o *modus operandi* do regime cambial e o nível e volatilidade da taxa de câmbio também dependerão dos distintos níveis de intervenção das autoridades monetárias no mercado, bem como dos variados graus de conversibilidade da moeda ou acessibilidade ao mercado de câmbio. E quando se chega a este nível de especificação das regras cambiais, o consenso desaparece. Mais que isso, tem crescido entre economistas críticas e proposições de mudanças face aos movimentos da taxa de câmbio no contexto do atual *mix* de política macroeconômica.

Quando se avalia positivamente o regime de câmbio flutuante no Brasil é porque ele teria apresentado as vantagens normalmente associadas a este tipo de regime, enquanto os inconvenientes teriam sido contornados pelo manejo de outras políticas. As principais vantagens de um regime de câmbio flutuante são dotar a economia de um mecanismo eficiente, não recessivo, de ajustamento do balanço de pagamentos, bem como manter a autonomia da política monetária, enquanto suas principais desvantagens são a inexistência de uma âncora para os preços e os custos que impõe às transações internacionais. Ora, desde a implantação do regime de câmbio flutuante no Brasil, em 1999, a economia logrou ajustes substanciais no balanço de pagamentos através de fortes desvalorizações cambiais, e ao mesmo tempo foi capaz, através de uma política monetária guiada por metas inflacionárias, de manter a inflação em níveis aceitáveis. Por outro lado, o comércio internacional do país expandiu-se a taxas vigorosas, não apenas superiores à do período de câmbio administrado, como também superiores à taxa de crescimento do comércio internacional. Qual a razão, então, para contestar um regime bem sucedido?

¹ Trabalho realizado no âmbito da Rede de Pesquisas Mercosul. Os autores agradecem o apoio do International Development Research Centre – IDRC.

As razões são basicamente duas. Primeiro, porque o câmbio foi muito volátil, e segundo – e mais importante – porque o real se apreciou demasiadamente nos últimos dois anos, podendo provocar, nos próximos anos, uma reversão do ajuste externo obtido. Frente a este movimento, dois tipos básicos de interpretação surgiram. A primeira, de que a causa da apreciação encontra-se no superávit das transações correntes. A segunda, de que estaria na conta capital. Se for a primeira, não há o que fazer nem tampouco temer. Se for a segunda, pode-se temer que quando a conjuntura de elevada liquidez internacional chegar ao fim ocorra uma reversão na taxa de câmbio, possivelmente tão grande quanto a atual apreciação, com conseqüências negativas conhecidas para o desempenho da economia. De todo modo, mesmo antes de uma mudança futura na conjuntura internacional, a atual apreciação excessiva também teria, em si, efeitos negativos sobre o desempenho econômico.

O objetivo do presente texto é fazer uma avaliação das características e do desempenho do regime cambial brasileiro nos seus sete anos de vigência. Esta avaliação será feita a partir de 3 óticas. A primeira delas consiste em examinar a natureza do regime cambial, através de indicadores que revelam o quanto este regime se aproxima, pela ângulo de seu desempenho quantitativo, de determinados paradigmas de flutuação. Isto é feito na seção 1 a seguir.

Realizado este diagnóstico, a partir das manifestações exteriores do regime cambial expressas em indicadores de “medo da flutuação”, parte-se para um *approach* histórico-institucional, que se desenvolve nas seções 2 e 3 a seguir. Na seção 2 busca-se caracterizar a evolução e mudanças na atuação das autoridades monetárias no mercado de câmbio em diferentes fases de calmarias e instabilidades, tentando fazer um diagnóstico da *rationale* desta atuação. Na seção 3 a análise é completada através da adoção de uma nova perspectiva, que destaca as principais regras que regulam o mercado, seus principais atores e a interação entre os mesmos. A incorporação da institucionalidade na análise é essencial se se acredita que a determinação da taxa de câmbio e seus movimentos depende não apenas das forças econômicas subjacentes, mas também das instituições – e que umas e outras se influenciam reciprocamente.

Finalmente, na seção 4 faz-se uma discussão sobre os fatores determinantes da taxa de câmbio no Brasil no contexto do arranjo cambial dissecado nas três seções anteriores. A conclusão de que o preço da moeda estrangeira tem sido determinado basicamente pelas forças atuantes no mercado de ativos coloca em questão a eficiência da taxa de câmbio como mecanismo suave de ajustamento do balanço de pagamentos, ao mesmo tempo em que expõe as conseqüências negativas do atual *mix* de política macroeconômica no Brasil. Os riscos e implicações para o futuro da economia e do processo de integração são muito brevemente referidos nas notas conclusivas (seção 5).

1. TESTES SOBRE A NATUREZA DA FLUTUAÇÃO CAMBIAL NO BRASIL

Nesta seção analisa-se o regime cambial brasileiro de 1999 a 2005 à luz de indicadores semelhantes aos empregados na literatura sobre o medo da flutuação. Partindo da rejeição das tabelas de classificação dos países segundo seus regimes cambiais, publicadas periodicamente pelo FMI, a literatura do *fear of floating* procurou, através da construção de indicadores quantitativos, fazer uma reavaliação da realidade cambial de diferentes grupos de países que declaram adotar o câmbio flutuante. A proposta dos indicadores é captar as verdadeiras características de cada arranjo cambial, uma vez que, em muitos países e especialmente nos emergentes, os regimes cambiais estariam, na prática, se distanciando do que se poderia chamar de livre flutuação. Isto é, os regimes cambiais *de facto* estariam, em muitos casos, distantes dos regimes cambiais *de jure*, e os flutuantes, na verdade, estariam mais próximos de formas disfarçadas de fixação da taxa de câmbio.

Usaremos indicadores deste gênero para comparar o regime cambial do Brasil no período 1999-2005 com o de outros países no mesmo período. No que segue, apresentaremos nossa versão dos indicadores do tipo Calvo-Reinhart (2000), e, após uma breve discussão sobre as deficiências destes indicadores e questionamentos sobre a validade das conclusões extraídas, apresentaremos outros inspirados naqueles construídos por Hausmann et al. (2000).

Indicadores Calvo-Reinhart de Flutuação Destemida²

A idéia que está por trás dos indicadores de medo da flutuação é que sob um regime de flutuação genuína a volatilidade da taxa de câmbio é relativamente alta, ao mesmo tempo em que as volatilidades das reservas internacionais e das taxas de juros são relativamente baixas – já que sob livre flutuação não são necessárias intervenções freqüentes no mercado de câmbio com o objetivo de estabilizar as cotações da moeda estrangeira, ao passo que a taxa de juros é fixada somente tendo em conta os objetivos internos de política econômica. Nos indicadores do tipo Calvo-Reinhart, as volatilidades da taxa de câmbio, reservas e taxa de juros são medidas pela freqüência na qual, ao longo do período considerado, as variações mensais destas variáveis ficam dentro de intervalos pré-determinados. Estas freqüências são então comparadas entre os países, de modo a captar as semelhanças e diferenças entre os regimes cambiais.

Neste sentido, países que apresentam uma baixa volatilidade relativa na taxa de câmbio, e altas volatilidades relativas nas reservas internacionais e na taxa de juros não passam no teste Calvo-Reinhart, e seus regimes cambiais devem ser enquadrados em alguma categoria intermediária entre o permanentemente fixo e o flutuante. A tabela 1 a seguir é uma versão ligeiramente modificada e atualizada daquela construídas por Calvo e Reinhart (2000) para períodos anteriores a 2000³. Nela apresentamos os resultados de um exercício para o período 1999-2005, para Estados Unidos, Japão, Brasil e outras economias emergentes que adotaram o regime de câmbio flutuante. Dado que os EUA tem mantido – apesar de intervenções esporádicas – um regime de câmbio flutuante tão

² Conforme expressão de Williamson (2000).

³ Nesta seção apresentamos uma síntese dos resultados, as tabelas completas estão disponibilizadas nos anexos.

autêntico quanto o permitido pelas circunstâncias do mundo real⁴, adotaremos, seguindo a literatura, os números deste país como critério para aferir os demais regimes cambiais. Para medir a volatilidade do valor da moeda americana, utilizamos sua taxa de câmbio em relação ao euro, enquanto que para todas as demais, a taxa de câmbio será o valor da respectiva moeda em relação ao dólar.

A tabela mostra a distribuição de frequência das variações mensais da taxa de câmbio⁵. Tomando-se como indicador da flutuação apenas esta variável, percebe-se que o regime cambial brasileiro teria se comportado como genuinamente flutuante no período. A taxa de câmbio brasileira exibiu um comportamento bem mais volátil do que a taxa de câmbio do dólar em relação ao euro, dado que nos sete anos analisados a taxa de câmbio nominal brasileira oscilou mais do que 2,5% ao mês em 52% da amostra contra 30% no caso do dólar em relação ao euro. Adicionalmente, a moeda brasileira flutuou mais do que a média dos demais emergentes, com destaque para os asiáticos, que apresentaram uma frequência para as variações mensais superiores a 2,5% bastante inferior à americana e à japonesa no mesmo período.

Tabela 1
Indicadores Calvo-Reinhart de Medo da Flutuação - Taxa de Câmbio Média

País	Período	Frequência na qual a variação mensal da taxa de câmbio:		
		ficou dentro da banda de +/-1,0%	ficou dentro da banda de +/-2,5%	excedeu a banda de +/-2,5%
Brasil	Jan/99 a Dez/05	18%	48%	52%
EUA (Euro/Dólar)	Fev/99 a Dez/05	28%	70%	30%
Japão	Jan/99 a Dez/05	36%	73%	27%
Outros Emergentes da AL ⁽¹⁾	Jan/99 a Dez/05	38%	73%	27%
Emergentes da Ásia ⁽²⁾	Jan/99 a Dez/05	46%	81%	19%
Outros Emergentes ⁽³⁾	Jan/99 a Dez/05	39%	67%	33%

(1) Média simples dos resultados do México, Chile, Colômbia, Argentina e Uruguai. Para os dois últimos, o período de análise vai de jan/02 a dez/05, período que sucedeu a crise cambial em ambos países e que portanto corresponde à flutuação cambial.

(2) Média simples dos resultados da Indonésia, Cingapura, Tailândia e Coréia do Sul.

(3) Média simples dos resultados de Israel, Turquia, África do Sul, Polônia e Rússia.

Fontes: FMI (IFS) e Banco Central do Brasil.

O indicador de taxa de câmbio tomado isoladamente não é, contudo, suficiente para fechar um diagnóstico de que um país tem ou não a síndrome do medo da flutuação. A rigor, uma alta volatilidade da taxa de câmbio não necessariamente significa a ausência de *fear of floating*, podendo, sim, ser resultado de choques intensos. É necessário investigar todos os sintomas em conjunto, e, para tanto, cabe verificar também as ações da autoridade monetária cujo objetivo seja estabilizar a taxa de câmbio. Algumas delas são passíveis de quantificação, enquanto outras são mais dificilmente transformáveis em indicadores. Na próxima seção faremos uma descrição da evolução do regime cambial brasileiro no período 1999-2005, caracterizando fases com características distintas, e

⁴ Uma interessante e extensiva análise do regime cambial americano, documentando as intervenções no mercado de câmbio de 1973 ao início dos anos 90, seus objetivos e eficiência, encontra-se em Frankel e Dominguez (1993).

⁵ Calvo e Reinhart trabalharam com taxas de final de período. Contudo, o uso de taxas médias por período nos pareceu mais adequado, dado que taxas diárias estão mais sujeitas a variações episódicas, sendo menos representativas do ocorrido no período. Por outro lado, para poder comparar nossos resultados para o período mais recente com os dos autores, acrescentamos em anexo os valores para o exercício com taxas de fim de período. As diferenças são pequenas e não afetam as conclusões.

procurando mapear a ação das autoridades monetárias em relação ao mercado de câmbio através de outras formas indiretas de intervenção. Nesta seção, nos limitaremos a examinar a volatilidade das reservas e da taxa de juros, por serem estes indicadores mais facilmente comparáveis entre países.

Como pode ser observado na tabela 2 abaixo, a volatilidade das reservas brasileiras (51% de variações mensais acima de 2,5%) é bem maior do que a observada em países como os EUA (27%) e o Japão (22%), e bastante próxima da volatilidade das reservas dos demais países latino-americanos e outros emergentes (entre eles, Israel, Turquia, Rússia, Polônia e África do Sul). Novamente, destaca-se na tabela a frequência das variações nas reservas dos emergentes asiáticos, inferior à americana e muito próxima da frequência japonesa. Uma possível interpretação deste resultado é que a relativa estabilidade da taxa de câmbio observada nestes países e mostrada na tabela 1 acima pode não estar associada a intervenções no mercado de câmbio por meio da compra e venda de reservas, e deve ser explicada por outros fatores. Da mesma forma, no caso brasileiro, uma primeira leitura das duas tabelas combinadas aponta para a possibilidade de que o Banco Central tentou evitar a flutuação, porém sem lograr êxito. Ou seja, apesar de intervir muito no mercado, não conteve a alta volatilidade da taxa de câmbio.

Tabela 2

Indicadores Calvo-Reinhart de Medo da Flutuação - Reservas

País	Período	Frequência na qual a variação mensal das reservas:		
		ficou dentro da banda de +/-1,0%	ficou dentro da banda de +/-2,5%	excedeu a banda de +/-2,5%
Brasil	Jan/99 a Dez/05	27%	49%	51%
Brasil ⁽¹⁾	Jan/99 a Dez/06	58%	64%	36%
EUA	Jan/99 a Dez/05	36%	73%	27%
Japão	Jan/99 a Dez/05	59%	78%	22%
Outros Emergentes da AL ⁽²⁾	Jan/99 a Dez/05	28%	56%	44%
Emergentes da Ásia ⁽³⁾	Jan/99 a Dez/05	41%	77%	23%
Outros Emergentes ⁽⁴⁾	Jan/99 a Dez/05	32%	56%	44%

(1) Considerando-se apenas as intervenções no mercado de câmbio.

(2) Média simples dos resultados do México, Chile, Colômbia, Argentina e Uruguai. Para os dois últimos, o período de análise vai de jan/02 a dez/05, período que sucedeu a crise cambial em ambos países e que portanto corresponde à flutuação cambial.

(3) Média simples dos resultados da Indonésia, Cingapura, Tailândia e Coreia do Sul.

(4) Média simples dos resultados de Israel, Turquia, África do Sul, Polônia e Rússia.

Fontes: FMI (IFS) e Banco Central do Brasil.

Cabe aqui, no entanto, fazer algumas ressalvas⁶ aos resultados acima. Primeiramente, a variação das reservas frequentemente é um indicador falho das intervenções cambiais. Além de ser um indicador muito sensível ao nível absoluto das reservas, há um problema de comparabilidade entre as três principais moedas (dólar americano, euro e iene) e as demais. Trata-se de que, enquanto as intervenções feitas pela maior parte das economias são unilaterais, frequentemente as intervenções para conter a depreciação ou apreciação do dólar são feitas através de operações coordenadas entre mais de um banco central, de forma que a intervenção realizada por um deles para estabilizar sua moeda parece ser menor do que efetivamente foi.

⁶ Para uma discussão pormenorizada destas ressalvas, vide Souza e Hoff (2003).

A tabela 3 mostra o indicador que mede a volatilidade das taxas de juros. Novamente, este indicador aponta para uma volatilidade da taxa brasileira bastante acima da americana. Enquanto somente em 5% dos casos a variação mensal da taxa de juros norte-americana excedeu a banda de 0,5 ponto percentual; no caso brasileiro isto ocorreu em 35% dos casos. Ademais, vale notar que por este critério os demais emergentes latino-americanos e outros apresentam volatilidades superiores à brasileira, enquanto os emergentes asiáticos em questão, apesar de apresentarem volatilidades acima do *benchmark* americano, possuem taxas de juros mais estáveis do que os demais. Isto sugere que se de fato há uma epidemia de medo da flutuação entre emergentes, esta pode se manifestar de forma distinta entre os países.

Tabela 3

Indicadores Calvo-Reinhart de Medo da Flutuação - Taxa de Juros

País	Período	Frequência na qual a variação mensal da taxa de juros:		
		ficou dentro da banda de +/-0,25 pp	ficou dentro da banda de +/-0,5 pp	excedeu a banda de +/-0,5 pp
Brasil	Jan/99 a Dez/05	45%	65%	35%
EUA	Jan/99 a Dez/05	87%	95%	5%
Japão	Jan/99 a Dez/05	100%	100%	0%
Outros Emergentes da AL ⁽¹⁾	Jan/99 a Dez/05	38%	51%	49%
Emergentes da Ásia ⁽²⁾	Jan/99 a Dez/05	67%	80%	20%
Outros Emergentes ⁽³⁾	Jan/99 a Dez/05	41%	57%	43%

(1) Média simples dos resultados do México, Chile, Colômbia, Argentina e Uruguai. Para os dois últimos, o período de análise vai de jan/02 a dez/05, período que sucedeu a crise cambial em ambos países e que portanto corresponde à flutuação cambial.

(2) Média simples dos resultados da Indonésia, Cingapura, Tailândia e Coreia do Sul.

(3) Média simples dos resultados de Israel, Turquia, África do Sul, Polônia e Rússia.

Fontes: FMI (IFS) e Banco Central do Brasil.

Novamente, devem ser feitas ressalvas ao interpretar estes resultados. Países com inflação média mais alta tendem a operar, *ceteris paribus*, com taxas de juros nominais mais elevadas. Neste caso, o indicador de volatilidade acima tende a superdimensionar a volatilidade em países com taxas de juros médias mais elevadas, o que é o caso da maioria dos emergentes, ao mesmo tempo em que tende a subdimensionar a utilização da política monetária em países de taxa de juros muito baixas (por exemplo, o Japão). Uma segunda ressalva refere-se ao fato de que não se pode atribuir toda mudança na taxa de juros a tentativas de estabilizar a taxa de câmbio. No caso brasileiro recente, dado o regime de metas de inflação adotado, a própria volatilidade das pressões inflacionárias é uma causa importante da volatilidade da taxa de juros.

Por fim, indo mais além dos problemas “técnicos” de mensuração das variáveis, há um problema maior de interpretação, que decorre do fato de que se pode questionar a comparação de reações de autoridades monetárias submetidas a circunstâncias muito distintas. Como os países de referência não foram sujeitos a choques tão grandes quanto o Brasil (e outros emergentes), seu compromisso com a flutuação cambial pura não foi testada em condições altamente adversas.

Em suma, a caracterização do regime cambial brasileiro não é simples. Dos três indicadores apresentados nas tabelas acima, o da volatilidade da taxa de câmbio é consistente com um regime de flutuação genuína, enquanto os dois outros sugerem medo de flutuar. Contudo, tendo em conta as ressalvas acima no que concerne à

interpretação dos indicadores de volatilidade das reservas e das taxas de juros, o conjunto de evidências apresentado até aqui parece insuficiente para fazer um diagnóstico preciso sobre se a epidemia do *fear of floating* atingiu ou não o Brasil. Por outro lado, mesmo desconsiderando-se as deficiências “técnicas” dos indicadores, permanece um problema de interpretação. E isto porque uma leitura dos resultados pode levantar dúvidas se a volatilidade da taxa de câmbio brasileira está associada a uma maior disposição das autoridades monetárias em deixar a moeda flutuar, ou se, a despeito dos esforços de contenção das variações cambiais, a volatilidade tem sido alta em função da magnitude dos choques a que esteve sujeita a economia brasileira.

Indicadores de Volatilidade Relativa

Como forma de contornar os problemas descritos acima, elaboramos indicadores semelhantes aos construídos por Hausmann et al. (2000). Tais indicadores avaliam as volatilidades relativas entre as taxas de câmbio e reservas, bem como as volatilidades relativas entre as taxas de câmbio e taxas de juros. Além de levar em conta os diferenciais de níveis das variáveis, através da utilização do desvio padrão como medida de volatilidade, estes indicadores relativizam a reação das autoridades monetárias (via intervenção cambial e mudanças nas taxas de juros) pelo tamanho do choque enfrentado. Ou seja, se o banco central de um país intervém mais no mercado de câmbio porque os choques externos – e, portanto, as variações cambiais – aos quais está reagindo são maiores do que os enfrentados por outro país, o indicador terá este fator em conta.

Para calcular a volatilidade da taxa de câmbio, utilizamos, a exemplo de Hausmann et al. (2000), o desvio padrão da taxa de depreciação da taxa de câmbio. Desta forma, se o país estiver fixando a taxa de câmbio ou adotando um *crawling peg*, o desvio padrão da taxa de depreciação tenderá a zero. Igualmente, utilizamos o desvio padrão da taxa mensal de juros. Já no que tange às reservas, como são medidas em bilhões de dólares, ao passo que câmbio e juros são taxas, optamos por utilizar o coeficiente de variação para medir a sua volatilidade, uma vez que esta é uma medida de variabilidade adimensional, ou seja, indicadores deste tipo podem captar somente a volatilidade, independentemente da unidade das variáveis⁷.

Na tabela 4 são apresentados os principais resultados do exercício. Quanto maior for a propensão do banco central a estabilizar a taxa de câmbio utilizando as reservas, menor tenderá a ser a razão entre estas duas variáveis. Isto é, a volatilidade da taxa de câmbio deverá ser relativamente baixa ao passo que a volatilidade das reservas deverá ser relativamente alta, fazendo com o que o indicador tenda a zero. O Brasil, com uma razão de 0,26, encontra-se muito próximo do *benchmark* americano e, portanto, de uma flutuação genuína. Vale notar também que, por este critério, os demais países latino-americanos se aproximam da flutuação cambial, enquanto os asiáticos (inclusive Japão) e demais emergentes aparecem com valores que sugerem o uso das reservas para estabilizar a taxa de câmbio.

⁷ Hausmann et al. (2000) calculou o desvio padrão das reservas divididas pela média do M2 no período, uma forma alternativa de tornar o desvio padrão das reservas adimensional.

Tabela 4
Indicadores de Volatilidade Relativa⁽¹⁾

País	Período	Volatilidade relativa:	
		taxa de câmbio/reservas	taxa de câmbio/taxa de juros
Brasil	Jan/99 a Dez/05	0,26	1,39
Brasil ⁽²⁾	Jan/99 a Dez/06	0,24	-
EUA (Euro/Dólar)	Fev/99 a Dez/05	0,23	1,33
Japão	Jan/99 a Dez/05	0,05	33,45
Outros Emergentes da AL ⁽³⁾	Jan/99 a Dez/05	0,22	0,97
Emergentes da Ásia ⁽⁴⁾	Jan/99 a Dez/05	0,16	1,72
Outros Emergentes ⁽⁵⁾	Jan/99 a Dez/05	0,13	0,72

(1) Inspirado nos indicadores desenvolvidos por Hausmann et al. (2000).

(2) Considerando-se apenas as intervenções no mercado de câmbio.

(3) Média simples dos resultados do México, Chile, Colômbia, Argentina e Uruguai. Para os dois últimos, o período de análise vai de jan/02 a dez/05, período que sucedeu a crise cambial em ambos países e que portanto corresponde à flutuação cambial.

(4) Média simples dos resultados da Indonésia, Cingapura, Tailândia e Coréia do Sul.

(5) Média simples dos resultados de Israel, Turquia, África do Sul, Polônia e Rússia.

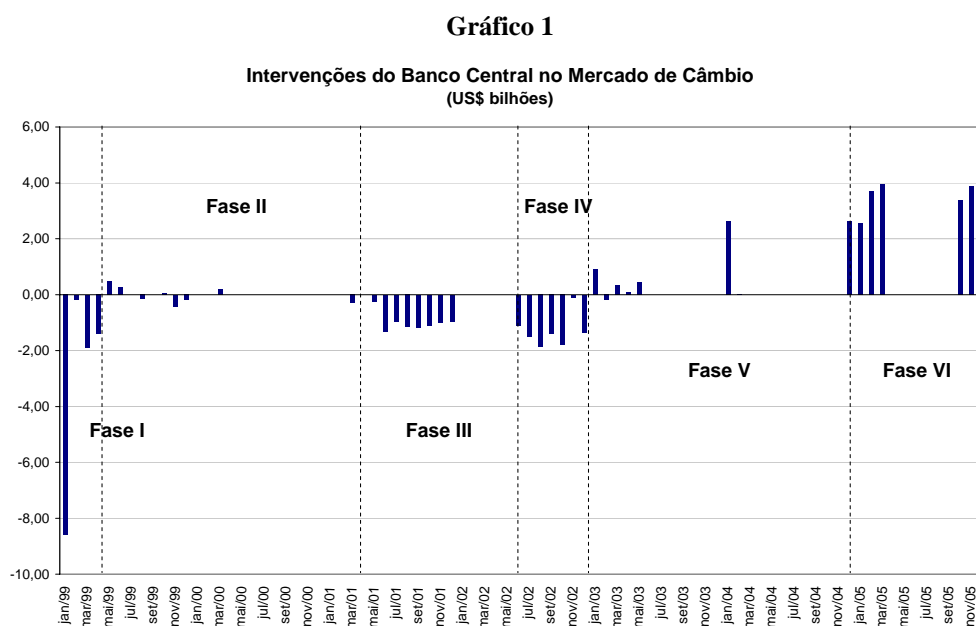
Fontes: FMI (IFS) e Banco Central do Brasil.

No que diz respeito à taxa de juros, quanto maior for a propensão do Banco Central a usá-las para estabilizar a taxa de câmbio, menor tenderá a ser o indicador que mede a volatilidade da taxa de câmbio como proporção da volatilidade dos juros. Neste caso, o indicador do Brasil, embora muito inferior ao do Japão, não é muito superior ao dos EUA. Neste sentido, o indicador de taxa de juros também mostra um regime próximo da flutuação cambial.

Em suma, os indicadores de volatilidade relativa parecem mostrar um regime cambial muito mais próximo da flutuação genuína do que o sugerido pelo primeiro conjunto de indicadores, e dado que estes últimos são mais confiáveis do que os do tipo Calvo-Reinhart (na medida que contornam parte dos problemas apontados), pode-se concluir que na média dos últimos sete anos o Brasil não temeu a flutuação. Mas isso não significa que o Banco Central tenha ficado ausente do mercado de câmbio. Na verdade, em alguns momentos específicos ao longo destes sete anos a autoridade monetária lançou mão de uma política cambial bastante ativa. Nestes períodos, foram utilizados como instrumentos não somente intervenções no mercado de câmbio à vista, como também a venda de títulos indexados e *swaps* cambiais. Para tentar avançar neste terreno e interpretar as razões que levaram o Banco Central, a despeito de seu comprometimento com a livre flutuação, a intervir no mercado de câmbio, a seção a seguir trata da experiência brasileira em maior detalhe, recorrendo a uma análise por período.

2. SETE ANOS DE FLUTUAÇÃO CAMBIAL: APRENDIZADO E DESAFIOS

De janeiro de 1999 até recentemente a economia brasileira sofreu uma série de choques que, se não foram suficientes para provocar um rompimento do compromisso com a flutuação cambial, levaram a autoridade monetária a ingressar ativamente (e em alguns momentos agressivamente) no mercado de câmbio. No que segue, procuraremos descrever sucintamente o comportamento das autoridades monetárias em relação ao mercado de câmbio, distinguindo seis períodos, caracterizados por conjunturas e choques peculiares. Para que se tenha uma visão geral do comportamento das autoridades econômicas desde o início da flutuação, bem como das diferenças que marcaram os 6 sub-períodos que serão analisados a seguir, o gráfico 1 mostra as intervenções do Banco Central no mercado de câmbio através da venda (-) ou compra (+) de moeda estrangeira, desde 1999⁸.



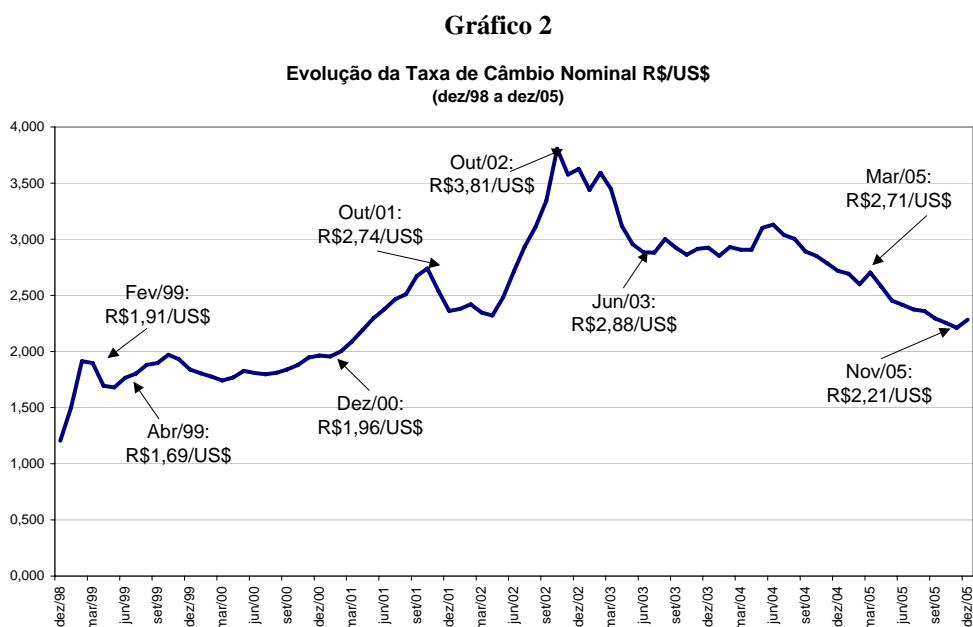
Fase 1: A implantação do novo regime

O Brasil adotou o regime de flutuação cambial a partir do dia 18 de janeiro de 1999. No primeiro mês e meio que se seguiu à mudança, a taxa de câmbio disparou impulsionada pelo profundo desequilíbrio no mercado de câmbio, se desvalorizando em cerca de 60%. A causa do desequilíbrio foi a elevada saída líquida de capitais derivada da incerteza que cercava o futuro das instituições e da política econômica. Embora tenha deixado o real flutuar, o Banco Central procurou conter o nível da depreciação da moeda com vendas de moeda estrangeira no mercado de câmbio. Do início da flutuação até março as vendas foram de cerca de US\$ 3,1 bilhões, mas não foram suficientes para conter a depreciação da taxa de câmbio. Ou seja, a volatilidade das reservas ocorreu numa fase de extrema volatilidade da taxa de câmbio, relacionada às peculiares circunstâncias que

⁸ Foram excluídas do gráfico 1 operações de intervenção por razões muito específicas e que pouco teriam a ver com a tentativa de influir na taxa de câmbio. Foram duas operações de venda e compra casadas de final de ano em 1999/00 e 2000/01 – uma delas para prevenir problemas associados ao *bug* do milênio – e a compra das divisas oriundas da privatização do BANESPA.

envolveram a transição para o novo regime – profunda incerteza quanto ao futuro da política econômica e algum *overshooting* cambial.

A partir de março, porém, com a confirmação do nome do novo presidente do Banco Central, a taxa de câmbio começou a ceder, tendência que foi reforçada pela nova definição da política monetária (acompanhada de forte elevação dos juros) e pelo sucesso da revisão do acordo com o FMI. O gráfico 2 a seguir mostra esta evolução. Além disso, começava a se cristalizar uma definição das regras do regime de flutuação. A intervenção seria admissível em duas circunstâncias: para se contrapor a condições de desordem no mercado cambial e para atender às necessidades projetadas de financiamento do balanço de pagamentos⁹. O primeiro motivo, embora sujeito a uma apreciação subjetiva, parece consistente com uma flutuação tão pura quanto possível¹⁰. Quanto ao segundo motivo, parece inconsistente com o princípio da flutuação livre, já que neste regime é o movimento da taxa de câmbio que tem o papel de conciliar o saldo em conta corrente com o financiamento disponível do balanço de pagamentos. De todo modo, no período que viria a seguir, a questão não se colocou e a flutuação foi bastante livre.



Fase 2: Sem medo de flutuar

Esta segunda fase se estendeu por cerca de dois anos, indo do segundo trimestre de 1999 ao primeiro de 2001. Trata-se, sem dúvida do período em que o regime cambial

⁹ “Under the new floating exchange rate regime, central bank sales of foreign exchange in the market will be conducted regularly to meet the projected overall balance of payments financing needs. A limited amount of unsterilized intervention may be undertaken occasionally to counter disorderly market conditions. The central bank will refrain as from the beginning of March 1999 from intervening in the foreign exchange futures market.” (Brazil Memorandum of Economic Policies March 8, 1999)

¹⁰ Nos EUA, durante o primeiro governo Reagan, quando o regime cambial se aproximou tanto quanto possível da flutuação pura, o subsecretário de Assuntos Monetários, Beryl Sprinkel, admitia que intervenções seriam admitidas em situações de desordem nos mercados – situação que exemplificou como aquela resultante de um atentado ao presidente da República (Frankel e Dominguez, 1993, pág.9).

brasileiro mais se aproximou do padrão de flutuação pura. As intervenções do Banco Central no mercado de câmbio foram raras e de pequena monta conforme mostrado no gráfico 1.

Não foi apenas o fato de que o uso das reservas para estabilizar a taxa de câmbio caiu em desuso neste período. Também a política monetária foi conduzida da forma como se esperaria num regime de câmbio flutuante. Após ter elevado a taxa de juros básica para um pico de 45% para deter o *overshooting* cambial e o *pass-through* do câmbio para a inflação na primeira fase acima descrita, o Banco Central passou a afrouxar o rigor monetário nesta segunda fase. No segundo trimestre de 1999 a queda da taxa de juros foi relativamente rápida e a partir do meio do ano prosseguiu de forma mais moderada. A política monetária passava a ser guiada pelas metas de inflação estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. Não que a taxa de câmbio deixasse de ter qualquer influência sobre a condução da política de juros. Mas esta passava a ser indireta, e apenas na medida em que elevações fortes da taxa de câmbio provocavam aumentos na taxa de inflação.

É interessante destacar que, utilizando os indicadores de Calvo e Reinhart de *fear of floating*, identificaríamos aqui uma característica de medo de flutuação, que seria a alta volatilidade da taxa de juros. Este seria, entretanto, um alarme falso, já que a forte queda dos juros no período, que produz a referida volatilidade, nada teve a ver com tentativas de conter a volatilidade cambial.

A decisão de buscar a flutuação pura certamente foi fortalecida, neste período de dois anos, pelo bom comportamento do novo regime. Primeiramente, ele havia permitido uma depreciação inicial da taxa de câmbio, que vinha contribuindo para um progressivo ajuste do balanço de pagamentos em conta corrente, sem que se perdesse o controle da inflação. De fato, como destacaram Goldfajn e Olivares (2001), uma combinação de circunstâncias favoráveis permitiu um surpreendentemente baixo nível de *pass-through* da depreciação cambial para os preços. Em segundo lugar, como a taxa de câmbio fez parte do serviço de ajustamento do balanço de pagamentos – tarefa que anteriormente cabia principalmente ao instrumento taxa de juros – foi possível reduzir o custo do dinheiro substancialmente em relação aos níveis prevalecentes durante o período do Plano Real (1994-98). Por fim, passado o ajustamento dos primeiros meses, a taxa de câmbio passou a exibir um razoável grau de estabilidade, que pode ser observado no gráfico 2 acima.

Em suma, na ausência de grandes turbulências, o Brasil não teve medo de flutuar. Esta situação, contudo, iria mudar no segundo trimestre de 2001.

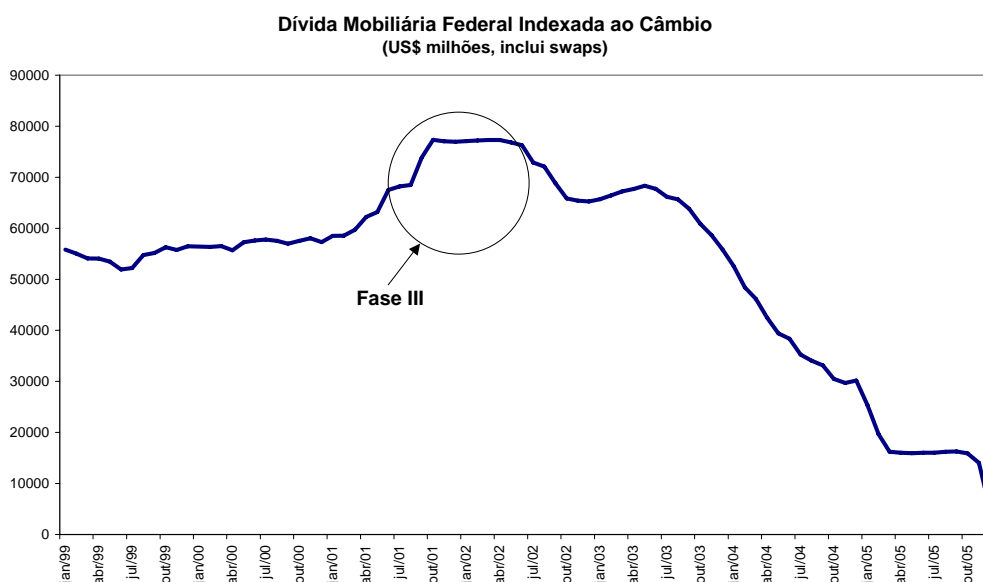
Fase 3: Ração diária e flutuação

Entre o primeiro e o segundo trimestres de 2001, quatro choques adversos reverteram radicalmente a conjuntura de bonança do período anterior. A conjugação da ruptura na base de sustentação política do governo com a crise energética, o aprofundamento da crise argentina e a recessão norte-americana, provocou uma piora substancial nas perspectivas da economia brasileira. Seguiu-se então uma retração nos fluxos de capitais para o país, em simultâneo com um aumento da demanda por *hedge* cambial por parte

das empresas com passivos em dólar. A consequência da combinação de redução da oferta com aumento da demanda por moeda estrangeira foi uma pressão no mercado de câmbio, que levou a uma disparada nas cotações do dólar. Como pode ser observado no gráfico 2, ao final do primeiro semestre a taxa de câmbio já havia alcançado um nível 20% superior ao do final do ano anterior. Em outubro, a depreciação acumulada no ano já havia escalado para 40%.

Os distúrbios no mercado de câmbio foram tornando o Banco Central crescentemente preocupado com os impactos potenciais da depreciação da moeda sobre a inflação, conforme refletido nas atas mensais do COPOM¹¹. A reação do governo foi tentar conter a elevação da taxa de câmbio, atuando em três frentes principais: a intensificação da emissão de títulos públicos indexados ao dólar – como forma de atender a demanda por *hedge* cambial (gráfico 3), a venda de reservas no mercado de câmbio (gráfico 1) e a reversão da trajetória de redução da taxa de juros básica (gráfico 4).

Gráfico 3

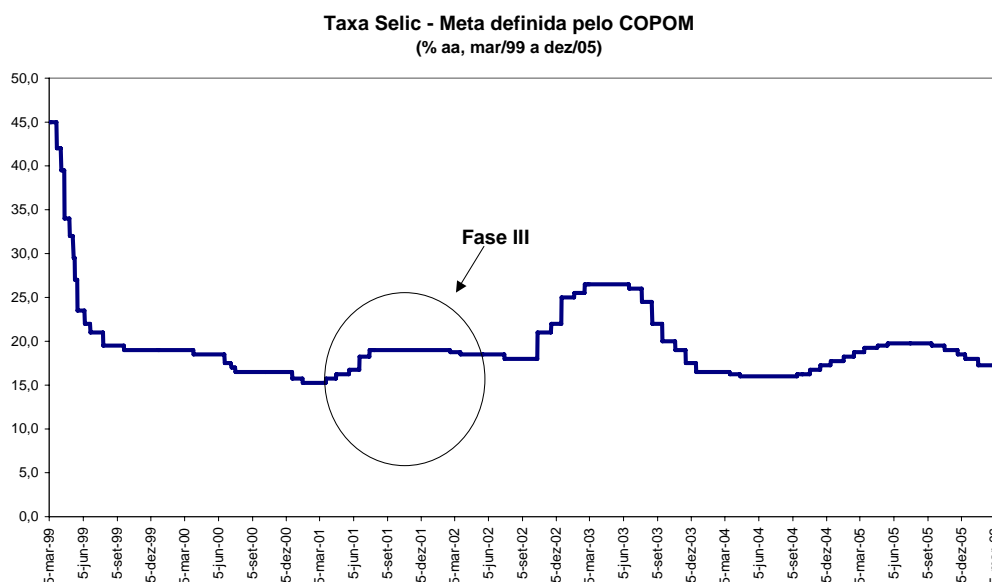


Em meio ao conjunto de medidas acima, o Banco Central adotou uma nova estratégia no que se refere às suas intervenções no mercado de câmbio. O objetivo desta estratégia era reafirmar que, apesar de tudo, seguia fiel à flutuação. A partir de julho a instituição anunciou que venderia US\$ 50,0 milhões por dia (aproximadamente US\$ 1,0 bilhão por mês) ao longo do segundo semestre do ano, além de declarar a intenção de prosseguir com essa política no ano seguinte. A nova estratégia estava baseada na crença de que o ambiente hostil do segundo semestre imporá um fluxo anormalmente baixo de financiamento externo e, portanto, uma escassez de dólares no mercado, levando a um processo de depreciação cambial que seria reforçado por expectativas negativas. A idéia de vender uma quantidade fixa todos os dias – a ração diária – que deveria ser mantida mesmo em momentos em que o real eventualmente se apreciaria – era reduzir o

¹¹ Esta preocupação já se manifesta, por exemplo, nas Notas da 57ª Reunião do COPOM dos dias 20 e 21 de março de 2001.

tamanho da depreciação provocada pela escassez de financiamento externo (que se supunha temporária), sem tentar estabelecer qualquer meta para a taxa de câmbio. Com isso buscava-se evitar uma distorção nos sinais do mercado. Em suma, as autoridades monetárias tentavam intervir de uma maneira tal que seria, segundo argumentavam, compatível com o compromisso com o câmbio flutuante, isto é, determinado pelo mercado.

Gráfico 4



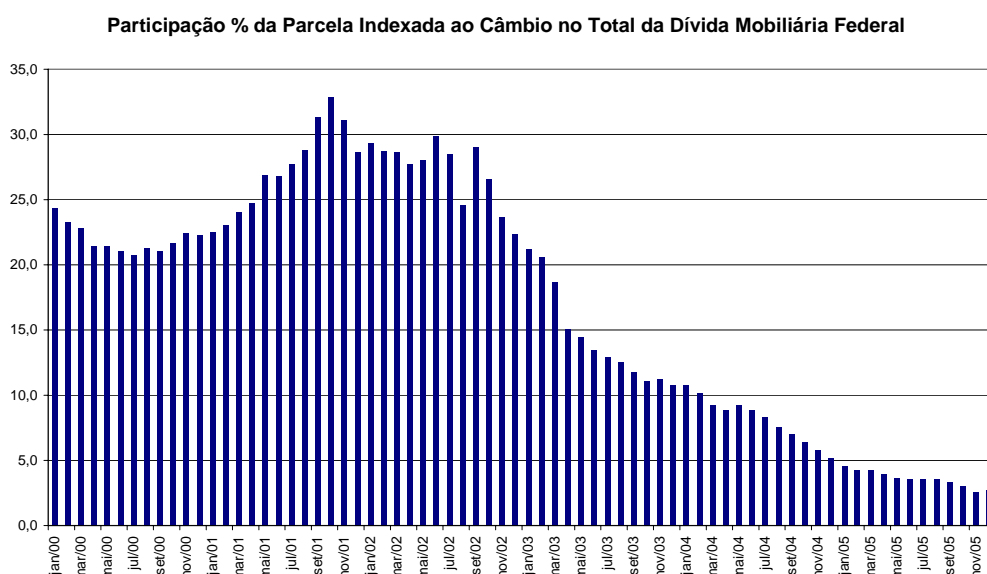
Na avaliação de Kenen (2001), para que a nova estratégia do Banco Central se mostrasse consistente, seria necessário que a instituição continuasse, por um período mínimo pré-definido, a fazer suas vendas diárias de dólar, independentemente tanto de mudanças no ambiente do mercado que levassem a uma depreciação mais acentuada, quanto, alternativamente, a apreciações da moeda nacional. Antecipando as dificuldades que tais alternativas poderiam colocar para a manutenção da política, Kenen sugeriu que as “razões diárias” fossem guiadas por uma “banda de monitoramento”, conforme proposto por Williamson (2000). Estas dariam ao Banco Central uma justificativa técnica para alterar ou abandonar as vendas diárias quando a situação se modificasse muito. Este não foi, contudo, o caminho escolhido pelas autoridades monetárias, que prosseguiram com a mesma regra até que, ao verificar-se uma nova mudança no ambiente do mercado – que levou à apreciação cambial – simplesmente abandonaram a prática das vendas diárias de dólar.

Nos cinco meses que se seguiram, as intervenções no mercado de câmbio caíram a zero, as taxas de juros foram estabilizadas e depois reduzidas, de forma que, por estes critérios e apesar do abandono da nova estratégia, o arranjo cambial voltou a parecer-se com a livre flutuação. Por outro lado, em março de 2002 o Banco Central estreou uma nova modalidade de intervenção, a venda de *swaps* cambiais (nos quais assumia posições passivas em dólar e ativas em taxa de juros doméstica pós-fixada)¹². Como

¹² Em março de 2002, as colocações de *swaps* teriam vencimentos casados com os vencimentos das LFT's (Letras Financeiras do Tesouro). A partir de maio, o Banco Central passou a ofertar *swaps* “solteiros”.

havia uma preocupação crescente com os rumos da dívida pública (gráfico 5) – que se traduziu em limites impostos à rolagem da dívida cambial emitida pelo Tesouro¹³ – a venda de *swaps* foi uma forma alternativa (neste caso o risco cambial seria do Banco Central, e não do Tesouro) de continuar suprindo a demanda por *hedge* da economia, que permanecia elevada. A rigor, apenas substituiu-se o instrumento, pois a exposição da dívida pública total aos reveses no mercado de câmbio permaneceu elevada.

Gráfico 5



Fase 4: O regime monetário e cambial em xeque: asfixia cambial e fear of inflation

A trégua que trouxe de volta a flutuação pura não durou muito. A partir de maio de 2002 uma nova crise de confiança emergiu, desta vez relacionada às incertezas quanto ao futuro da política econômica diante da perspectiva da vitória do Partido dos Trabalhadores (pela primeira vez, desde a sua constituição) nas eleições presidenciais de outubro. Ademais, a crise foi reforçada pelo colapso da economia argentina e pelo aumento da aversão internacional ao risco a partir dos escândalos das fraudes fiscais em grandes corporações norte-americanas. Desta vez, os efeitos sobre o mercado cambial foram ainda mais fortes do que em 2001. O risco-país subiu de uma média de 734 pontos básicos em abril para um nível recorde em torno de 2400 pontos no final de setembro, sendo que a partir do mês de junho (quando o risco já havia se elevado para cerca de 1600 pontos) verificou-se uma virtual interrupção dos fluxos de capitais para o Brasil. As cotações da moeda americana voltaram a disparar, como mostra o gráfico 2.

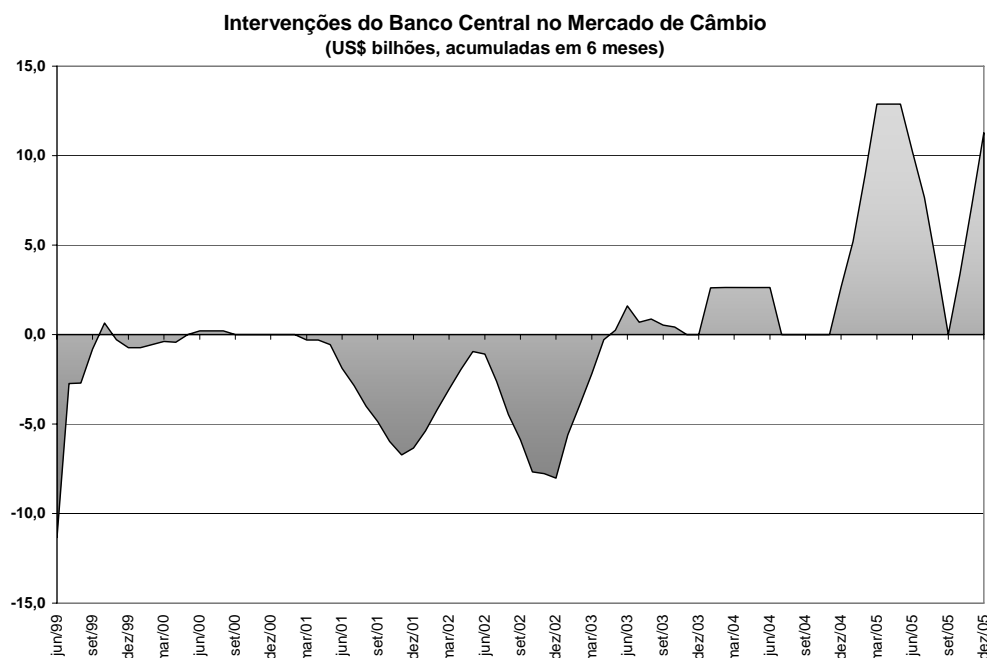
Uma vez mais, diante da crise no mercado de câmbio, o Banco Central lançou mão de diversas armas para enfrentar a forte depreciação do real. As taxas de juros foram

¹³ Como consta no Relatório do Mercado de Câmbio referente ao primeiro trimestre de 2002, “por acordo firmado junto ao FMI, o governo brasileiro compromete-se a só emitir novos títulos públicos cambiais para fazer rolagem dos antigos que vencem em sua carteira. A intenção é fazer a gradual migração da dívida pública cambial para não-cambial, reduzindo, dessa forma, a vulnerabilidade da dívida pública interna brasileira”.

elevadas, as intervenções pesadas no mercado de câmbio foram retomadas. Contudo, contrariamente a experiências anteriores, desta vez não houve aumento das vendas de títulos públicos indexados ao dólar e *swaps*. A principal razão para isto foi a recusa do mercado em aceitar comprar tais títulos – exceto a taxas inadmissíveis para o governo.

Por fim, um novo acordo foi assinado com o FMI, no âmbito do qual se negociou uma redução do piso líquido das reservas, de US\$ 15 bilhões para US\$ 5 bilhões, com a evidente intenção de ampliar o poder de intervenção do Banco Central no mercado de câmbio. As vendas de divisas no segundo semestre de 2002 chegaram a US\$ 8 bilhões, equivalentes a 30% da posição de reservas líquidas em 30 de junho daquele ano. Foi o período de maior intervenção vendedora no mercado de câmbio desde o início do regime de flutuação, como se pode ver no gráfico 6 a seguir, que mostra, mês a mês, o valor das intervenções nos últimos 6 meses. Ainda assim, a taxa de câmbio média mensal subiu 64% entre abril e outubro, quando ocorreram as eleições presidenciais.

Gráfico 6



O esforço do governo para deter a escalada cambial estava associado ao medo da inflação sair de controle em meio ao eventual desmoronamento do regime de metas inflacionárias. Na avaliação do presidente do Banco Central, em sua carta aberta ao Ministro da Fazenda para justificar o não cumprimento da meta inflacionária em 2002, da inflação verificada de 12,5% no ano, 5,8 pontos percentuais poderiam ser atribuídos aos efeitos da depreciação do real frente ao dólar. E mais, começava a ficar evidente que o afastamento tão grande da inflação efetiva em relação à meta (de 3,5%), estava fazendo com que o regime de metas inflacionárias começasse a perder credibilidade¹⁴.

¹⁴ A crise de credibilidade do regime de metas pode ser aferido pelo fato de que, pela primeira vez desde a sua implantação verificou-se uma acentuada divergência entre as metas fixadas pelo governo e as expectativas inflacionárias apuradas pelo Banco Central através de uma pesquisa junto a um grande número de instituições do mercado (Focus). Assim, em dezembro de 2002 as expectativas do mercado eram de uma inflação, medida pelo IPCA, de 10,8% para 2003, ultrapassando por muito a meta de 4%,

A alternativa para conter a inflação seria um eventual restabelecimento de alguma forma de âncora cambial. Em suma, os regimes monetário e cambial estavam em xeque.

Fase 5: Flutuação livre e estabilidade: a lua-de-mel do novo governo com o mercado

A partir da posse do novo governo e do choque de confiança promovido em janeiro de 2003, com a demonstração explícita de que se perseguiria uma política econômica sem rupturas – a taxa de juros básica (Selic) foi aumentada de 22% para 25% em dezembro e, já no novo governo, para 26,5%, enquanto a meta para o superávit primário foi fixada em 4,25%, acima do que era recomendado pelo FMI – o mercado voltou a confiar no País. Como consequência, o risco-país caiu para uma média de 980 no primeiro semestre de 2003 e para 650 pontos básicos no segundo semestre, enquanto a taxa de câmbio se apreciou substancialmente, ficando em média em R\$ 3,20/USD no primeiro semestre de 2003 e em R\$ 2,92/USD no segundo semestre. Nas palavras de Blanchard (2004), “in many ways, 2003 looked liked 2002 in reverse”.

Refletindo este ambiente mais estável, o Banco Central realizou vendas de reservas somente em fevereiro, num volume razoavelmente inferior ao que vinha ofertando anteriormente, e nos demais meses, até maio, aproveitou a calma para re-comprar divisas. A partir de junho de 2003 se absteve das intervenções, com uma exceção (não explicada) em janeiro de 2004, quando interveio comprando em grande montante, USD 2,6 bilhões. De janeiro a setembro de 2004, a despeito das turbulências de ordem política, a taxa de câmbio não sofreu pressões persistentes, embora ainda apresentasse uma volatilidade relativamente elevada (pelo menos para os padrões Calvo-Reinhart). A taxa de juros foi reduzida com cautela, em função do elevado nível de inflação alcançado no final de 2002 e início de 2003 e da lenta convergência da mesma para as metas.

A partir de 2003 foi adotada uma estratégia agressiva de resgate dos títulos cambiais (gráficos 3 e 5). A queda da demanda por *hedge* cambial desde então contribuiu para que o processo de forte redução da exposição da dívida pública ao câmbio fosse assimilado sem problemas.

Não se descartou, contudo, a hipótese de novas colocações em caso de aumento da demanda por *hedge* cambial. Como consta no Relatório Focus de 26 de maio de 2003, “O Banco Central concluiu que, nas condições atuais, não se justificaria manter um percentual fixo na rolagem da dívida vincenda. Entretanto, o Banco Central manterá seu papel fundamental como provedor de proteção cambial, num mercado que ainda não desenvolveu todo o seu potencial para que o próprio setor privado desempenhe este papel”. De todo modo, esta questão não se colocou no período que viria a seguir. Pelo contrário, a demanda por *hedge* contra possíveis depreciações do real não só permaneceu contida, como se inverteu. Isto é, em função de uma série de acontecimentos que serão descritos na próxima seção, experimentamos a situação inusitada de crescimento da demanda por *hedge* contra apreciações do real.

fixada 6 meses antes. As metas estavam claramente perdendo seu papel de instrumento de coordenação das expectativas.

Fase 6: Derretimento da taxa de câmbio e intervenções hesitantes

A partir de meados de 2004, com a intensificação do choque nos preços das *commodities* provocado pelo aquecimento da economia mundial, a taxa de inflação observada e as expectativas inflacionárias começaram a se afastar persistentemente da meta. Isto levou o Comitê de Política Monetária (COPOM) a iniciar um processo de recrudescimento da política monetária a partir de setembro, por meio da elevação da taxa básica de juros. O aperto monetário foi mantido até setembro de 2005.

Ocorre que, ao mesmo tempo em que se observava um recrudescimento da política monetária, a balança comercial continuava a apresentar resultados excepcionais, contribuindo para melhorar significativamente os indicadores de vulnerabilidade externa da economia brasileira. Além disso, a continuidade do crescimento da economia americana e o conseqüente aumento dos seus desequilíbrios comerciais provocavam uma intensificação das apostas numa maior desvalorização da moeda norte-americana. Estes três fatores combinados (aumento da taxa de juros doméstica, resultados comerciais excepcionais e perspectiva de depreciação do dólar em relação às moedas mundiais), tornaram os investimentos em reais bastante atraentes aos olhos dos investidores estrangeiros¹⁵, o que provocou uma forte tendência de apreciação da moeda doméstica a partir de outubro de 2004, como mostra o gráfico 2.

Em meio à apreciação cambial significativa, o Tesouro anunciou que compraria USD 700 milhões em dezembro para se antecipar ao vencimento de parcelas da dívida externa do início de 2005. Embora o governo reiterasse que não tinha metas para a taxa de câmbio e que o objetivo das compras do Tesouro era somente o de manter o nível de reservas, o ingresso antecipado do Tesouro no mercado de câmbio foi interpretado como um sinal de que em breve o Banco Central entraria em cena comprando divisas. E de fato, em dezembro de 2004 o Banco Central fez uma compra agressiva de USD 2,65 bilhões e intensificou o ritmo até março, adquirindo em quatro meses um montante de USD 12,9 bilhões. Por outro lado, os resgates dos títulos cambiais tinham virtualmente chegado ao fim, e como a demanda por reais no mercado futuro continuava aumentando, em fevereiro o Banco Central começou a atuar no mercado futuro de dólares como comprador (num tipo de operação conhecida como *swap* reverso). Neste tipo de operação, o Banco Central ficava passivo em taxa de juros e ativo na variação cambial. Entre fevereiro e março, foram colocados no mercado cerca de USD 9,0 bilhões destes instrumentos.

Em março de 2005, porém, a taxa de câmbio interrompeu o processo de queda e se desvalorizou, voltando para o patamar de dezembro de 2004. É razoável supor que esta desvalorização tenha sido reflexo da atuação do Banco Central, dado que o montante acumulado de intervenções, tanto no mercado à vista, quanto na venda de *swaps* reversos, foi elevado, e que este último, a rigor, tinha se mostrado bastante eficaz para influenciar a trajetória de curto prazo da taxa de câmbio. Por outro lado, reforçaram esta tendência o fato de que em fevereiro o COPOM sinalizou em sua ata que poderia interromper o processo de aumento da taxa de juros mais cedo do que se esperava, e de que o cenário internacional sofreu um pequeno revés – com o aumento dos juros de longo prazo na economia americana. Em abril, porém, sem qualquer aviso prévio ou indicação de motivos, o Banco Central interrompeu tanto as compras no mercado à vista

¹⁵ Houve um forte crescimento das operações com NDFs no exterior (*Non-Deliverable Forwards*). Para maiores detalhes, ver a seção 3, p.30.

quanto a colocação de *swaps* reversos. Esta interrupção, somada à ata do COPOM de março, que voltava a ser dura, e à estabilização do cenário externo, provocou uma reversão na depreciação cambial de março, e a taxa de câmbio retomou a trajetória de apreciação.

Ou seja, o Banco Central, que a partir de dezembro parecia tão empenhado em segurar as cotações do dólar, passou a hesitar nas intervenções. Razões não faltam para explicar este comportamento. É sabido que o custo fiscal das intervenções é bastante elevado, seja o das compras à vista, que precisam ser esterilizadas via colocação de títulos indexados à taxa de juros, seja o dos *swaps* reversos, no qual o Banco Central assume uma posição de clara desvantagem se a perspectiva é de apreciação da taxa de câmbio e aumento da taxa de juros. Ambos estavam impondo um custo a mais à dívida pública, que já estava pressionada pelo aumento da taxa de juros. Por outro lado, se os custos das intervenções são sabidamente elevados, a eficácia das mesmas é discutível. Ao que tudo indica, se as intervenções praticadas de dezembro a março não foram suficientes para desvalorizar a taxa de câmbio, pelo menos impediram apreciações mais acentuadas. Mas mesmo esta hipótese carece de uma comprovação mais precisa. Por fim, também não se pode descartar a possibilidade de que, dadas as dificuldades de convergência da inflação para as metas, a autoridade monetária tenha optado por aceitar a apreciação como forma de facilitar este processo.

Seja qual for o motivo da hesitação, o fato é que de abril a setembro de 2005 o Banco Central se manteve completamente ausente do mercado de câmbio. Neste período a apreciação do real voltou a ocorrer. Finalmente, em outubro, face um virtual derretimento da taxa de câmbio, o Banco Central retomou as compras volumosas no mercado à vista (adquirindo no último trimestre de 2005 USD 11,3 bilhões), e em novembro retomou a colocação de *swaps* reversos (com vendas de cerca de USD 1,4 bilhões), anunciando que a partir de dezembro venderia US\$ 500 milhões diários (cerca de USD 10,0 bilhões mensais). Novamente, estas intervenções aparentemente não foram suficientes para reverter a tendência de apreciação de longo prazo, ainda que no curto prazo tenham contribuído para segurar as cotações. Por outro lado, a preocupação com o custo fiscal das mesmas permanece, reforçada agora pela perspectiva de aumento dos gastos públicos no ano eleitoral.

Em suma, na sua mais recente fase o regime cambial brasileiro voltou a incorporar intervenções sistemáticas e pesadas – desta vez para tentar conter um processo de apreciação continuada da moeda doméstica – embora o Banco Central sempre tenha negado esta intenção. A intervenção, entretanto tem mostrado baixa eficácia e elevado custo. Neste contexto, surgem pelo menos três tipos de alternativas no debate. Para aqueles que consideram que não há porque temer a apreciação, já que ela refletiria (sempre) os fundamentos da economia, o Banco Central deveria interromper as intervenções e deixar a taxa de câmbio alcançar o valor que o mercado determinar. Num outro extremo estão aqueles que gostariam de restabelecer controles de capitais e acreditam que com isso seria possível estabilizar a taxa de câmbio. Por fim, uma posição intermediária defende que qualquer tentativa de estabilizar o câmbio com diferenciais tão grandes entre juros internos e externos está fadada ao fracasso e que a solução do problema requer uma mudança no *mix* de políticas monetária e fiscal.

O desafio para a política econômica que acaba de ser retratado será retomado ao final do texto. Antes, porém, desenvolveremos na seção a seguir uma análise, por um ângulo

institucional, do atual mercado de câmbio brasileiro, com o objetivo de fundamentar o processo de formação da taxa de câmbio no Brasil, e com isso fornecer elementos adicionais para avaliar o regime cambial brasileiro, e em particular, seu impasse atual.

3. A DETERMINAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO NO BRASIL: O PAPEL DAS INSTITUIÇÕES

O mercado de câmbio brasileiro sofreu profundas transformações nos últimos 20 anos. A partir de finais da década de 80 iniciou-se um processo de liberalização cambial que aumentou progressivamente a conversibilidade da moeda doméstica, primeiro no que se refere às transações correntes, depois no âmbito da conta capital e financeira. Ao longo deste processo o mercado de câmbio foi sendo unificado, transações anteriormente inexistentes ou realizadas no mercado paralelo foram incorporadas ao mercado legal, e o “monopólio de câmbio” do Banco Central foi sendo, na prática, esvaziado¹⁶.

Os Atores

Na atualidade o papel do Banco Central circunscreve-se à regulação, registro, fiscalização e intervenções discricionárias, através de leilões de compra ou venda através de seus bancos *dealers*¹⁷, em circunstâncias como as descritas na seção anterior. O Tesouro, embora não tenha a política cambial por atribuição, tem esporadicamente colaborado com o Banco Central, através dos mecanismos descritos na seção anterior.

Os bancos autorizados a operar no mercado de câmbio, em contrapartida, desempenham o papel central neste mercado, tanto no que se refere à formação da taxa de câmbio, quanto à garantia de liquidez para o conjunto de agentes econômicos. A rigor, pode-se dizer que os bancos desempenham o papel de *market makers*. Eles vendem ou compram moeda estrangeira dos clientes, a pedido destes, e na quantidade desejada por estes. Ou seja, os bancos dão uma cotação para os clientes e, àquela cotação, vendem ou compram dos clientes a quantidade de moeda estrangeira oferecida ou demandada por estes. Neste sentido, os bancos são passivos: vendem ou compram o quanto for demandado pelos clientes¹⁸. É também importante para entender o papel dos bancos no mercado de câmbio ter em conta que eles mantêm um saldo de posição cambial em decorrência de seu papel de *market maker*, a qual é retida como um ativo e administrada segundo a estratégia de portfólio dos bancos. Além disso, os bancos são os maiores detentores de ativos financeiros externos do país.

Diversas outras instituições financeiras e não financeiras – como corretoras e distribuidoras, agências de turismo, etc. – estão autorizadas a operar no mercado de câmbio com clientes, porém sem autorização para manter posições em aberto. As corretoras de câmbio desempenham um papel auxiliar, destinado a facilitar as transações no mercado interbancário. O papel destas entidades era bastante relevante quando o mercado se organizava segundo o modelo descentralizado, com múltiplos participantes (Garcia e Urban, 2004), mas tende a diminuir com a introdução, em 2006,

¹⁶ Um dos últimos resquícios deste “monopólio” – a obrigação de que os bancos depositassem em uma conta do Banco Central, sem remuneração, os valores que excedessem a posição comprada de US\$ 5 milhões – foi abolida em janeiro de 2006.

¹⁷ Em março de 2006 eram 17 os bancos escolhidos como *dealers* do Banco Central no mercado de câmbio.

¹⁸ Segundo informações de participantes do mercado, operações de valor muito elevado podem ser negociadas com diversos bancos e alguns deles podem declinar, por exemplo, cotando a operação a taxas suficientemente elevados para dissuadir o cliente, que de qualquer maneira realizará a operação com outros bancos.

da roda de negociação da BM&F, através da qual as negociações cambiais tendem a se dar diretamente num pregão eletrônico.

Os clientes completam o elenco de atores. São eles: o setor privado não financeiro, o setor financeiro não autorizado a operar em câmbio, o setor público e os investidores estrangeiros. Eles negociam com os bancos a compra e venda de moeda estrangeira no mercado à vista, e – diretamente entre si ou com os bancos – no mercado futuro. É importante salientar desde já – dado que este será um aspecto a ser considerado na discussão da determinação da taxa de câmbio – que parcela importante do montante de moeda estrangeira comprada ou vendida pelos clientes (exclusive os investidores estrangeiros) não é parte de seu ativo financeiro, e sim do fluxo de caixa das empresas e famílias.

Definidos os atores, cabe agora examinar sua interação e os mecanismos através dos quais a taxa de câmbio é determinada.

O Mercado

As transações cambiais no Brasil estão organizadas em três mercados: o mercado primário, entre os bancos e seus clientes; o mercado secundário ou interbancário¹⁹, restrito às instituições financeiras autorizadas a operar com câmbio; e o mercado futuro, ao qual têm acesso todos os agentes econômicos. Para que se tenha uma visão completa do arcabouço institucional dentro do qual são realizadas as operações de câmbio e é determinado o preço da moeda estrangeira, é necessário ter em conta, além das transações cursadas nestes três mercados, as transações cambiais entre o Banco Central e as instituições financeiras, as transações destas com o resto do mundo, e o mercado futuro de reais no exterior.

Começemos pelo mercado primário, contemplando as relações entre bancos e clientes. No Brasil, a maior parte das transações cambiais destinadas a pagamentos e recebimentos do exterior são realizadas através de um conjunto de instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central a operar em câmbio. Os bancos, como já referido anteriormente, têm um papel passivo comprando e vendendo aquela quantidade que é oferecida ou demanda pelos clientes. Isto significa que, havendo diferença entre demanda e oferta por parte dos clientes – e, salvo coincidência, elas devem ocorrer permanentemente – os bancos desempenham o papel residual de adquirir o excesso ou suprir (a partir de suas reservas) a insuficiência de divisas no mercado. Ao fazê-lo sua posição cambial no mercado à vista aumenta (quando as compras excedem as vendas) ou diminuem. Em outras palavras, no mercado primário o estoque de moeda estrangeira em poder dos bancos é alterado pelas decisões dos clientes. Evidentemente, a mudança na posição cambial, determinada pela demanda dos clientes, não tem porque coincidir com a desejada pelos bancos, levando estes a ficar fora de uma posição de equilíbrio. O ajuste entre a posição cambial corrente e a desejada será então obtida através de operações nos mercados interbancário e futuro, que por sua vez afetarão os preços do mercado primário. Vejamos como, partindo de uma situação de desequilíbrio (posições

¹⁹ Para uma descrição detalhada do funcionamento do mercado interbancário e de sua relação com os demais mercados, vide Garcia e Urban (2004).

correntes diferentes das desejadas), o equilíbrio é reencontrado, começando pelo mercado secundário.

O mercado interbancário (ou secundário) é o *locus* onde os bancos negociam entre si com o objetivo de adequar suas posições cambiais *spot*. Se o banco A vendeu moeda estrangeira aos clientes além do desejado (isto é, se sua posição vendida excedeu o planejado), ele buscará comprar moeda estrangeira de outros bancos, que darão as cotações a que estão dispostos a vendê-la. As corretoras também podem intermediar as transações, realizando mini-pregões que facilitam a organização do mercado e fazendo a transação com as duas pontas, sem, no entanto, fazer operações por conta própria ou “carregar posições” (Garcia e Urban, 2004, pág. 10). É preciso atentar, contudo, para o fato de que se para um banco individualmente é possível ajustar sua posição cambial ao nível desejado, através de compras ou vendas de moeda estrangeira no mercado interbancário, o mesmo não se pode dizer do sistema bancário em seu conjunto. Se houver um desequilíbrio agregado, isto é, se a posição comprada do conjunto das instituições for diferente da planejada, então, por suposto, o desequilíbrio não pode ser resolvido por transações interbancárias. Ele terá que ser resolvido ou por transações com entidades fora do mercado interbancário (que o enxuguem ou irriguem com moeda estrangeira) ou através de um ajuste de preços²⁰. Consideremos inicialmente a primeira hipótese.

As intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, através de leilões de compra e venda de moeda estrangeira no mercado à vista, têm impacto direto na posição comprada dos bancos (que aumenta, no caso de vendas do Banco Central). Portanto, nos períodos em que o Banco Central tem uma presença ativa no mercado de câmbio, a variação da posição cambial dos bancos é uma resultante das suas transações com os clientes e das intervenções do Banco Central. Os efeitos das transações do mercado primário e das intervenções cambiais nas posições dos bancos podem ser assim representados:

$$AP - ARBC = \Delta PCB$$

Onde:

AP = aquisições de dólares de clientes pelos bancos, no mercado primário²¹

²⁰ Neste momento cabe fazer uma pequena ressalva. A argumentação anteriormente desenvolvida supôs que, no curtíssimo prazo, a demanda e oferta de moeda estrangeira entre bancos e seus clientes é inelástica à taxa de câmbio. É evidente, contudo, que quanto maior o prazo, mais a oferta e demanda de moeda estrangeira pode ser alterada em função de mudanças na taxa de câmbio. Fluxos de exportação e importação podem levar meses, às vezes mais de um ano, para se alterarem em função de uma mudança na taxa de câmbio. Mesmo operações financeiras (contratação de empréstimos, etc) podem levar algum tempo para serem estruturadas e reagirem a tais mudanças. Outras entretanto podem ser um pouco mais ágeis, em particular o saque de linhas de curto prazo de financiamento do comércio exterior ou créditos stand-by para os bancos. Há portanto uma certa variação na oferta de divisas na economia que pode ocorrer em função da mudança na demanda por moeda estrangeira, de forma que o ajustamento a esta não se dá exclusivamente por alteração nas cotações.

²¹ Inclui tanto as compras comerciais e financeiras como as “operações com instituições no exterior”, que corresponde às contas mantidas por instituições financeiras a partir das quais se podia fazer remessas ao exterior inclusive para terceiros, conhecidas como CC5.

ARCB = aquisições de reservas no mercado interno pelo Banco Central

Δ PCB = variação da posição comprada dos bancos

O primeiro termo do lado esquerdo registra as aquisições líquidas de moeda estrangeira pelos bancos no mercado. Se dessas compras de divisas pelos bancos subtrairmos aquela parcela que eles vendem ao Banco Central (segundo termo do lado esquerdo), sobram as reservas que foram incorporadas às suas posições compradas.

O importante a destacar é que o primeiro termo resulta basicamente de decisões tomadas pelos clientes dos bancos. São exportadores que vendem dólares aos bancos, importadores que compram moeda estrangeira dos bancos, indivíduos e empresas que fazem remessas ao exterior usando as contas CC5. Portanto os bancos são passivos. No que se refere ao segundo termo do lado esquerdo da equação, seu valor depende de uma decisão da Autoridade Monetária. O Banco Central é quem decide o quanto vai comprar (ou vender) de moeda estrangeira (evidentemente, à cotação oferecida pelos bancos). Aqui também, portanto, os bancos são passivos em relação à quantidade vendida ou comprada. Resulta daí que, em condições normais de operação do mercado, a variação da posição comprada ou vendida dos bancos em seu conjunto não é uma decisão deles, e sim dos clientes e das autoridades monetárias.

É importante insistir no ponto acima pois há uma visão difundida, que freqüentemente aparece na imprensa especializada, de que os bancos aumentam suas posições compradas quando há uma expectativa de desvalorização cambial. A ação dos bancos, diante de uma expectativa de desvalorização (ou de valorização), se reflete muito mais numa variação de preços (da taxa de câmbio), do que nas suas posições compradas. Aliás, como se pode verificar na tabela 5 a seguir, que mostra os dados anuais para as variáveis da equação acima, num ano como o de 2002, em que predominaram expectativas de desvalorização durante quase todo o período, a posição comprada dos bancos sofreu uma forte queda. Isto porque as elevadas vendas líquidas de moeda estrangeira ao público (US\$ 13,2 bilhões) não foram compensadas pelas vendas de reservas pelo Banco Central (US\$ 7,3 bilhões), fazendo com que os bancos em seu conjunto tivessem que vender, liquidamente, US\$ 5,8 bilhões. Uma situação inversa ocorreu, por exemplo, em 2004, quando predominaram expectativas de apreciação. Em 2005, apesar das elevadíssimas compras líquidas de moeda estrangeira (não porque os bancos esperassem depreciação cambial e sim porque o público ofertou grande quantidade de divisas que os bancos passivamente adquiriram), as intervenções do Banco Central – comprando dólares – mais do que compensaram o movimento do mercado primário, levando a uma queda das posições compradas dos bancos.

Tabela 5

Variação da Posição de Câmbio dos Bancos em final de período e seus Componentes (US\$ milhões)

Ano	Mercado Primário (AP)	Compras Líquidas do Banco Central (ARBC)	Variação da Posição Comprada dos Bancos (Δ PCB)
2000	2283	2293	-10
2001	-2060	-7225	5165
2002	-13193	-7342	-5850
2003	1429	-185	1614
2004	6686	5274	1413
2005	18748	21491	-2743

Fonte: Banco Central do Brasil, Indicadores Econômicos Consolidados, Nota para a Imprensa e Boletim Mensal.

Vimos até aqui que, havendo um desajuste entre as posições cambiais correntes e desejadas dos bancos em seu conjunto, o ajuste teria que se dar através de transações com entidades fora do mercado interbancário ou através de alterações de preços. Incorporamos acima o ajuste via intervenções do Banco Central. No que segue acrescentaremos o papel do mercado futuro. Este componente do mercado de câmbio vem adquirindo importância crescente. Mais que isto, o mercado futuro tem, como veremos, impactos importantes sobre os fluxos e a formação das taxas de câmbio no mercado à vista. É fundamental, portanto, introduzir mais este mercado para que se tenha uma visão mais completa do mercado de câmbio.

O mercado de câmbio futuro está organizado, no Brasil, em duas instituições: a Central de Títulos Privados (CETIP) e a Bolsa Mercantil e de Futuros (BM&F). Na primeira são registrados contratos de balcão realizados entre bancos e clientes, constituindo operações “sob medida” de compra e venda de dólares para entrega futura ou NDF (*Non-Deliverable Forwards*), que são operações em que não há entrega futura, mas apenas pagamento da diferença entre o preço contratado e a cotação na data da liquidação. Na BM&F são negociados contratos padronizados de compra e venda de moeda estrangeira para liquidação futura, nas mais diversas modalidades. Nesta bolsa o setor financeiro doméstico participava como comprador em 54% dos contratos e como vendedor em 49% dos contratos de câmbio futuro em fevereiro de 2006.

Através do mercado futuro de dólares da BM&F, os bancos podem fazer *hedge* de posições cambiais derivadas de suas transações no mercado primário. Assim, se o banco for levado a comprar moeda estrangeira de clientes, ele pode vender uma quantia equivalente no mercado futuro, e através de uma operação de swap de dólares por juros domésticos, ficar casado tanto nos seus passivos e ativos em dólares como em reais²². O aumento da oferta de dólares no mercado futuro, no entanto, leva a uma queda das

²² Suponha que um banco compra USD 5 milhões de clientes no mercado primário; ele está, portanto com um ativo em dólares e precisa equilibrar esta posição. Se ele vende USD 5 milhões $\times (1+i^*)$ no mercado futuro, ele agora tem também um passivo em dólar. Os USD 5 milhões comprados estarão aplicados no mercado externo e se transformarão em USD 5 milhões $\times (1+i^*)$. Toda a questão agora é que ele está aplicando $E_s \times$ USD 5 milhões e receberá, daqui a um ano (digamos) USD 5 milhões $\times (1+i^*) \times E_f$. Sua remuneração será, portanto, $E_f(1+i^*)/E_s = (1+\Delta E/E) \times (1+i^*)$, e isto só será um bom negócio se $(1+\Delta E/E) \times (1+i^*) \geq (1+i)$, onde i é a taxa à qual ele se financia, digamos que seja a DI. Se ele não quiser correr o risco, ele vai ter que fazer uma outra operação no mercado futuro: um swap dólar-DI que ele troca desvalorização cambial mais a taxa de juros externa por DI.

cotações no mercado futuro, o que, via operações de arbitragem, provoca uma queda também nas cotações à vista.

Em suma, se houver uma oferta de dólares por parte dos clientes acima dos níveis desejados pelo sistema bancário como um todo, os bancos absorverão ainda assim este excesso, mas os preços da moeda estrangeira declinarão, ou seja, haverá uma apreciação cambial. Isto pode ocorrer de duas formas. A primeira através de negociações dos bancos entre si no mercado interbancário, em que, havendo maior quantidade ofertada do que demandada, produz-se uma queda do preço do dólar, até o ponto em que os bancos se sintam dissuadidos de continuar a tentar reduzir suas posições compradas. A segunda, através de aumento da oferta de dólar futuro, que acabará se traduzindo em queda das cotações futuras, que por sua vez se transmitirão, via arbitragem, para o mercado à vista. Em qualquer caso, a queda das cotações se transmitirá aos preços do mercado primário.

Recentemente, um novo mercado vem se desenvolvendo e assumindo grandes proporções, porém fora do país. Trata-se do mercado de *Non-Deliverable Forwards* (NDF's) negociados nos EUA. Neste mercado, como o próprio nome indica, não há entrega física de reais, contra o dólar, mas pagamento da diferença em dólares entre as cotações contratadas e as vigentes na data da liquidação do contrato. Segundo estimativas, o volume de posições em aberto com NDFs atingiu cerca de US\$ 75 bilhões em finais de 2005, e acaba também tendo uma influência sobre as cotações do mercado doméstico pronto. Esta influência pode ser assim descrita: um investidor estrangeiro procura um banco no exterior para aplicar seus dólares e este banco oferece uma aplicação em reais. Como resultado desta operação, o banco fica com os dólares do investidor e com um passivo em reais, o que o induz a comprar um contrato de reais futuros também no exterior, as NDFs. Mas esta operação casa o banco e deixa o arbitrador que vende a NDF descasado por ter vendido reais futuros no exterior. Por conta disso, o arbitrador vem à BM&F e vende dólar futuro para cobrir seu risco de câmbio, o que acaba deprimindo o preço do dólar futuro, e, por arbitragem, o preço do dólar à vista²³.

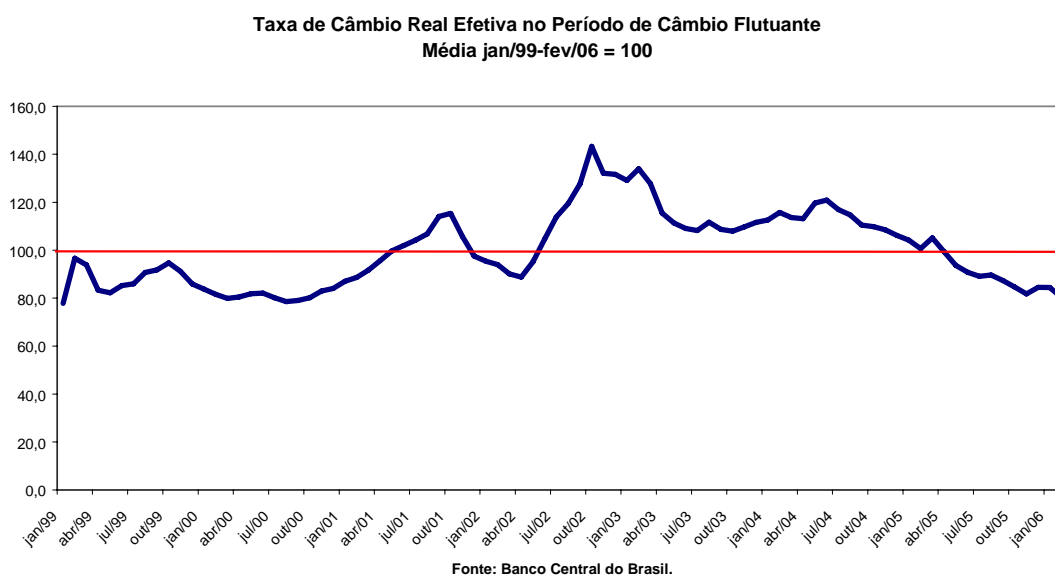
²³ Ver Pastore e Pinotti (2005).

4. A DETERMINAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO E O DESEMPENHO DO REGIME CAMBIAL BRASILEIRO

Na introdução deste trabalho argumentou-se que o regime cambial brasileiro, nos seus sete anos de existência, passou bem por alguns importantes testes de estresse. A despeito disso, sua eficácia no sentido de estabilizar a taxa de câmbio em níveis que possam ser considerados como de equilíbrio tem sido questionada. Concretamente, na atualidade tem ocorrido uma perda substancial de competitividade externa, que é percebida como capaz de por em risco as perspectivas de sustentação do equilíbrio externo a médio e longo prazos.

A questão é saber se há algo de errado com o regime cambial e monetário ou com a sua gestão. Deixando para responder esta questão ao final, cabe agora apenas reiterar que o regime cambial brasileiro, avaliado por diversos testes apresentados na seção 1, aproxima-se bem mais da flutuação genuína do que aquelas economias emergentes que estariam praticando formas disfarçadas de administração cambial, segundo a literatura do “medo da flutuação”. Contudo, como argumentado na seção 2, em momentos em que o desalinhamento cambial (em oposição à volatilidade) atingiu valores críticos as autoridades econômicas passaram a intervir massivamente, seja para evitar choques inflacionários, seja para evitar uma apreciação maior da taxa de câmbio.

Gráfico 7



Nos últimos dois anos tais intervenções passaram a ser freqüentes e cada vez menos eficazes. É verdade que as intervenções no mercado futuro revelaram-se mais eficientes do que as intervenções no mercado à vista, mas tão somente para evitar a apreciação cambial no curto prazo. A médio prazo, contudo, a tendência de apreciação tem se imposto, como se pode ver no gráfico 7 acima. É pouco provável que a continuidade desta tendência não venha a ter efeitos danosos sobre o balanço de pagamentos, podendo desconstruir a sólida posição externa alcançada nos últimos anos, que contribuiu para tornar a economia menos vulnerável às vicissitudes do mercado

financeiro internacional. E mais, é pouco provável também que a persistência desta situação não venha, em algum momento, a estimular um ambiente mais protecionista e menos propício à integração.

Alguns argumentam que a forte apreciação ocorrida desde o segundo semestre de 2004 é produto do próprio sucesso obtido nas transações correntes. É que a taxa de câmbio mais baixa é na verdade a contrapartida da competitividade mais elevada exibida pela economia – traduzida nos números da balança comercial. Se fosse assim, não haveria nada de errado com o arranjo cambial e monetário. Porém, se boa parte da explicação está no mercado de ativos, é possível antecipar problemas.

Concretamente, se o movimento de apreciação resultar de uma entrada de capitais e/ou de uma demanda excepcionalmente elevada por reais, que não tendam a se sustentar a médio e longo prazos, uma reversão súbita da referida tendência pode ocorrer quando houver uma mudança no quadro expectacional que fundamenta as decisões no mercado de ativos²⁴.

Para desenvolver este ponto, consideremos a equação de paridade coberta da taxa de juros:

$$i = i^* + \hat{E}^f + \rho \quad (1)$$

onde:

$$\hat{E}^f = (E^f/E^s) - 1 \quad (2)$$

E onde i é a taxa de juros interna prefixada, ρ é o risco-país, \hat{E}^f a desvalorização cambial implícita nos contratos de câmbio futuro, E^f a taxa de câmbio futura e E^s a taxa no mercado à vista ou spot.

Aqueles que adotam a visão acima referida de que a taxa de câmbio determinada pelo mercado é, por princípio, a correta, e que no presente caso brasileiro a apreciação do câmbio refletiria a maior competitividade da economia, tendem a apoiar empiricamente seus argumentos nos fluxos do balanço de pagamentos. Embora tenha havido um aumento dos fluxos financeiros que podem ser associados ao diferencial de juros (conforme a equação 1), de US\$ 15,3 bilhões entre 2002 e 2005, a elevação do superávit comercial, no mesmo período, foi substancialmente maior – US\$ 31,6 bilhões. Em sendo assim, nada haveria de errado, nem qualquer ajuste seria requerido, seja na gestão da política macroeconômica, seja nos regimes monetário e cambial.

Pastore e Pinotti (2005) contestaram a idéia de que a taxa de câmbio fosse determinada simplesmente pelos fluxos do balanço de pagamentos, chamando a atenção para o impacto do mercado de derivativos sobre as cotações da moeda estrangeira. De fato, aplicações em reais no mercado externo de NDFs levam, pelo mecanismo exposto anteriormente, a vendas de dólares futuros na BM&F no Brasil, sem que haja um fluxo

²⁴ Adicionalmente, se os fluxos da balança comercial, e, sobretudo, as exportações, reagem de forma defasada a mudanças na taxa de câmbio, como parece ser o caso, os níveis de exportação (e de saldo comercial) podem estar elevados, contribuindo para deprimir as cotações da moeda estrangeira, simplesmente porque refletem níveis passados e mais atraentes de câmbio. Neste caso os efeitos de uma eventual reversão dos fluxos de capitais poderiam ser potenciados no momento em que os fluxos comerciais também começassem a reagir ao câmbio apreciado. Este ponto, no entanto, não será aqui desenvolvido.

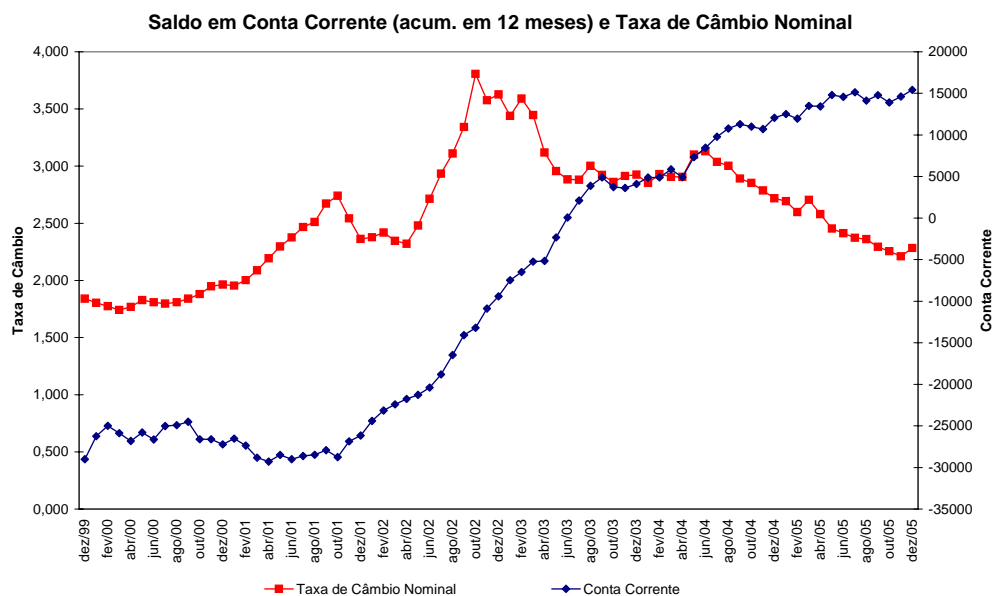
correspondente de entrada de moeda estrangeira. E vendas (ou compras) de moeda estrangeira no mercado futuro (da BM&F) afetam, via arbitragem, as taxas no mercado à vista. Garcia (2006), apóia o argumento.

A existência de um amplo mercado de futuros, por si só, já reduz a importância dos fluxos na determinação da taxa de câmbio de curto prazo. Mas há um outro fator a ser acrescentado, que pode ser entendido a partir da análise das instituições do mercado de câmbio desenvolvida na seção 3. De fato, quando introduzimos o mercado interbancário na análise, podemos verificar que, mesmo quando não esteja havendo um aumento das posições de estrangeiros na BM&F, e ainda que não haja fluxos de entradas de capitais, pode estar em curso um crescimento da demanda por reais que tende a se expressar na elevação da taxa de câmbio no mercado interbancário.

A idéia de que a razão para a variação a curto prazo da taxa de câmbio possa estar no saldo cambial das transações correntes (ou mesmo do total das transações dos clientes com as instituições financeiras) falha ao não ter em conta que um determinado saldo de moeda estrangeira adquirido pelos bancos dos clientes pode ser desejado ou não desejado. Partindo da equação (1) acima, suponha que uma mudança nas condições da economia americana levem a uma redução da taxa de juros externa, i^* . Os bancos domésticos reavaliarão seu portfólio e desejarão reduzir suas posições compradas em dólar. No mercado interbancário, deverão chegar ordens de todas as tesourarias para que as mesas de câmbio se desfaçam das posições em moeda estrangeira. Não havendo uma contraparte desejosa de aumentar suas posições em dólar, o preço da moeda estrangeira (E^s) cai, até o ponto em que a igualdade da equação (1) é restabelecida e os bancos passam a estar satisfeitos com sua posição cambial corrente. Em suma, terá havido um ajuste de preços, isto é, uma mudança cambial, sem que qualquer fluxo tenha ocorrido.

Para ilustrar este ponto, considere-se, por exemplo, o contraste entre a situação vigente ao longo do ano 2000 com a do segundo semestre do ano eleitoral de 2002. No primeiro caso, a despeito de um déficit grande em conta corrente, havia uma percepção favorável sobre o futuro da economia e os bancos não antecipavam uma depreciação da moeda doméstica, enquanto no segundo, a despeito do superávit em conta corrente, havia uma percepção de risco grande de depreciação cambial e, portanto, uma demanda por parte dos bancos que superava o superávit em conta corrente. Como se pode observar no gráfico 8 a seguir, no primeiro caso observou-se apreciação cambial apesar do déficit elevado em conta corrente, o inverso ocorrendo no segundo.

Gráfico 8



5. UMA BREVE NOTA CONCLUSIVA

No caso das economias emergentes que, por terem um histórico de inflação alta, tendem a operar com taxas de juros muito elevadas por razões de política anti-inflacionária, é comum que a taxa de juros fixada por este critério fique muito acima da taxa de juros que seria determinada pela equação de paridade de juros. Esta diferença tende a ser reforçada em condições de liquidez internacional farta, quando caem não somente os juros externos, mas também o componente de risco-país. Em tais circunstâncias, a pressão por uma apreciação cambial pode ser muito mais forte do que o sugerido pelos fluxos cambiais. E a apreciação pode levar a situações de deterioração do balanço de pagamentos em conta corrente que, no futuro, quando as condições de liquidez internacional se reverterem, venham se mostrar dramaticamente incompatíveis com o equilíbrio do balanço de pagamentos. Neste momento, uma disparada da taxa de câmbio pode impor um choque inflacionário seguido de um mergulho recessivo.

A economia brasileira vem experimentando na atualidade uma situação como a descrita acima e cuja conseqüência imediata é o chamado *trilema* de política econômica. Para manter a inflação baixa, pratica juros incompatíveis com a condição de paridade, o que, num contexto de farta liquidez internacional, gera uma apreciação cambial contínua e incompatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos a longo prazo. O Banco Central tenta mitigar o problema com pesadas intervenções no mercado de câmbio, que, no entanto, acabam esbarrando no obstáculo do crescente custo fiscal da intervenção. Em tais circunstâncias o processo de apreciação acaba se impondo, e com ele o risco de surtos de desvalorizações no futuro. Na medida em que isto venha a ocorrer, teremos uma trajetória de volatilidade cambial que é seguramente prejudicial, seja para o crescimento da economia, seja para sua integração.

Alternativamente, uma mudança do mix de política econômica, que compreendesse juros bem mais baixos e um câmbio um pouco mais depreciado – e estável – do que o

atual, poderia contribuir substancialmente para que a economia alcançasse taxas de crescimento mais elevadas. Por outro lado, tanto o crescimento maior, como o câmbio mais estável, estabeleceriam as bases para um avanço da integração regional. Evidentemente, haveria que dispor de instrumentos que permitissem conter algum excesso de pressão inflacionária derivado da combinação de crescimento mais rápido com alguma depreciação cambial. Neste caso tanto a melhoria da política fiscal quanto políticas voltadas para ao aumento da produtividade e da competição – políticas industriais voltadas à inovação, redução de tarifas, etc – teriam que fazer parte da receita de política econômica. E tais políticas poderiam ser pensadas como parte do processo de integração das economias do Mercosul.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central do Brasil, Análise do Mercado de Câmbio, Relatório Trimestral (vários).
Banco Central do Brasil, Atas das Reuniões do COPOM (várias).
- Blanchard, O. (2004) “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil”, NBER Working Paper 10389, NBER Working Paper Series, March.
- Calvo, G.A. and Reinhart, C.M. (2000) “Fear of Floating”, NBER Working Paper 7993, NBER Working Paper Series, November.
- Carneiro, D.D. and Wu, T.Y.H. (2002) “Câmbio, Juros e Movimento de Reservas: Faz Sentido o Uso de um ‘Quebra-Molas?’”, Departamento de Economia PUC-Rio, Texto para Discussão, nº 459, Janeiro.
- Eichengreen, B. (2002) “Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target?”, Working Paper 36, Working Paper Series, Banco Central do Brasil, February.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. and Panizza U. (2002) “Original Sin: the Pain, the Mystery and the Road to Redemption”. Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin. Inter-American Development Bank, November.
- Frankel, J. and Dominguez, K. (1993) “Does Foreign Exchange Intervention Work?”. Institute for International Economics, Washington D.C.
- Garcia, M.G.P. (2006) “Juro Alto e Apreciação Cambial”, Jornal Valor Econômico, 20 de janeiro.
- Garcia, M.G.P. e Urban, F. (2004) “O Mercado Interbancário de Câmbio no Brasil”. Disponível em www.econ.pu-rio.br/magarcia, em 22/março/05.
- Goldfajn, I. and Olivares, G. (2001) “Can Flexible Exchange Rates Still ‘Work’ in Financially Open Economies?”, G-24 Discussion Paper nº 8, G-24 Discussion Paper Series, January.
- Goldfajn, I. and Werlang, S. (2000) “The Pass-Through from Depreciation to Inflation: a Panel Study” Working Paper 423, Departamento de Economia, PUC-Rio.
- Hausmann, R., Panizza, U. and Stein, E. (2000) “Why Do Countries Float the Way they Float?”, Inter-American Development Bank, Working Paper 418, May.
- Kenen, P. (2001) “Daily Dollar Sales and Beyond”, Nota Técnica do Banco Central do Brasil, nº9, Novembro.
- McKinnon, R. and Schnabl, G. (2003) “The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin”, janeiro.
- Minella, A., Springer, P.F., Goldfajn, I. and Muinhos, M.K. (2002) “Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges”, Working Paper 53, Working Paper Series, Banco Central do Brasil, November.
- Pastore, A.C. e Pinotti, M.C. (2005) “Derivativos, Valorização do Real, e Juros”, Jornal Valor Econômico, 10 de março, edição nº1217.
- Reinhart, C.M. (2000) “The Mirage of Floating Exchange Rates”, American Economic Review, May, 65-70.
- Silveira, M.A.C. da (2003) “Intervenção da Autoridade Monetária no Mercado de Câmbio em Regime de Flutuação Administrada”, Nota Técnica do Banco Central do Brasil, nº34, Março.
- Souza, F.E.P. de (2005) “Sem Medo de Flutuar? O Regime Cambial Brasileiro Pós-1998”. Estudos Econômicos, V. 35, N.3, Julho-Setembro.

Souza, F.E.P. e Hoff, C.R. (2003) “O Regime Cambial Brasileiro: Flutuação Genuína ou Medo de Flutuação?”. XX Encontro Nacional de Economia da Anpec, 9 a 12 de Dezembro, Porto Seguro, BA.

Williamson, J. (2000) “Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option”. Institute for International Economics, Washington, D.C.

ANEXO 1

INDICADORES DE MEDO DA FLUTUAÇÃO

Tabela 1.1

País	Período	Volatilidade da Taxa de Câmbio (Média do Período)		
		Frequência na qual a variação mensal da taxa de câmbio:		
		ficou dentro da banda de +/- 1%	ficou dentro da banda de +/- 2,5%	excedeu a banda de +/- 2,5%
Brasil	jan/99 a dez/05	18%	48%	52%
África do Sul	jan/99 a dez/05	23%	51%	49%
Nova Zelândia	jan/99 a nov/05	24%	61%	39%
Turquia	jan/99 a dez/05	24%	40%	60%
Polônia	jan/99 a dez/05	25%	65%	35%
Chile	jan/99 a dez/05	27%	63%	37%
EUA	jan/99 a dez/05	28%	70%	30%
Indonésia	jan/99 a dez/05	29%	58%	42%
Austrália	jan/99 a dez/05	30%	65%	35%
Colômbia	jan/99 a dez/05	33%	77%	23%
Uruguai	jan/02 a dez/05	35%	71%	29%
Canadá	jan/99 a dez/05	36%	92%	8%
Japão	jan/99 a nov/05	36%	73%	27%
Reino Unido	jan/99 a dez/05	36%	85%	15%
Coréia do Sul	jan/99 a dez/05	43%	81%	19%
Argentina	jan/02 a dez/05	44%	71%	29%
Tailândia	jan/99 a dez/05	49%	87%	13%
México	jan/99 a dez/05	51%	83%	17%
Israel	jan/99 a dez/05	54%	87%	13%
Cingapura	jan/99 a dez/05	64%	98%	2%
Rússia	jan/99 a dez/05	69%	93%	7%
Brasil ⁽¹⁾	jul/95 a dez/98	93%	100%	0%

Fontes: Calvo e Reinhart (2000), FMI (IFS) e Banco Central do Brasil (Séries Temporais e Notas para a Imprensa).

(1) Período de taxa de câmbio fixada.

Tabela 1.2

Volatilidade da Taxa de Câmbio (Final do Período)

País	Período	Frequência na qual a variação mensal da taxa de câmbio:		
		ficou dentro da banda de +/- 1%	ficou dentro da banda de +/- 2,5%	excedeu a banda de +/- 2,5%
Brasil	jan/99 a dez/05	13%	45%	55%
Austrália	jan/99 a dez/05	18%	63%	37%
África do Sul	jan/99 a dez/05	20%	44%	56%
Turquia	jan/99 a dez/05	21%	38%	62%
Nova Zelândia	jan/99 a nov/05	24%	55%	45%
Indonésia	jan/99 a dez/05	27%	56%	44%
Chile	jan/99 a dez/05	29%	58%	42%
Polônia	jan/99 a dez/05	29%	56%	44%
Japão	jan/99 a nov/05	31%	65%	35%
Coréia do Sul	jan/99 a dez/05	32%	80%	20%
Colômbia	jan/99 a dez/05	33%	73%	27%
Reino Unido	jan/99 a dez/05	33%	77%	23%
Uruguai	jan/02 a dez/05	33%	65%	35%
México	jan/99 a dez/05	35%	74%	26%
EUA	jan/99 a dez/05	35%	63%	37%
Canadá	jan/99 a dez/05	36%	80%	20%
Argentina	jan/02 a dez/05	38%	65%	35%
Israel	jan/99 a dez/05	39%	83%	17%
Tailândia	jan/99 a dez/05	50%	82%	18%
Cingapura	jan/99 a dez/05	52%	96%	4%
Rússia	jan/99 a dez/05	69%	94%	6%
Brasil ⁽¹⁾	jul/95 a dez/98	93%	100%	0%

Fontes: Calvo e Reinhart (2000), FMI (IFS) e Banco Central do Brasil (Séries Temporais e Notas para a Imprensa).

(1) Período de taxa de câmbio fixada.

Tabela 1.3

Volatilidade das Reservas Internacionais

País	Período	Frequência na qual a variação mensal das reservas internacionais:		
		ficou dentro da banda de +/- 1%	ficou dentro da banda de +/- 2,5%	excedeu a banda de +/- 2,5%
Israel	jan/99 a dez/05	46%	86%	14%
Cingapura	jan/99 a dez/05	44%	83%	17%
Tailândia	jan/99 a dez/05	38%	81%	19%
Chile	jan/99 a dez/05	48%	79%	21%
Japão	jan/99 a nov/05	59%	78%	22%
Indonésia	jan/99 a dez/05	43%	76%	24%
Canadá	jan/99 a dez/05	29%	75%	25%
México	jan/99 a dez/05	33%	75%	25%
Colômbia	jan/99 a dez/05	38%	74%	26%
EUA	jan/99 a dez/05	36%	73%	27%
África do Sul	jan/99 a dez/05	54%	69%	31%
Coréia do Sul	jan/99 a dez/05	39%	69%	31%
Brasil ⁽¹⁾	jan/99 a dez/05	58%	64%	36%
Polônia	jan/99 a dez/05	31%	62%	38%
Reino Unido	jan/99 a dez/05	25%	57%	43%
Brasil	jan/99 a dez/05	27%	49%	51%
Turquia	jan/99 a dez/05	18%	38%	62%
Austrália	jan/99 a dez/05	21%	37%	63%
Argentina	jan/02 a dez/05	15%	33%	67%
Rússia	jan/99 a dez/05	13%	26%	74%
Nova Zelândia	jan/99 a nov/05	12%	22%	78%
Uruguai	jan/02 a dez/05	8%	21%	79%
Brasil ⁽²⁾	jul/95 a dez/98	21%	45%	55%

Fontes: Calvo e Reinhart (2000), FMI (IFS) e Banco Central do Brasil (Séries Temporais e Notas para a Imprensa).

(1) Considerando-se como variação nas reservas apenas as intervenções no mercado de câmbio.

(2) Período de taxa de câmbio fixada.

Tabela 1.4

Volatilidade da Taxa de Juros

País	Período	Frequência na qual a variação mensal da taxa de juros:		
		ficou dentro da banda de +/-0,25 p.p.	ficou dentro da banda de +/- 0,5 p.p.	excedeu a banda de +/- 0,5 p.p.
Japão	jan/99 a nov/05	100%	100%	0%
Coréia do Sul	jan/99 a dez/05	96%	96%	4%
Austrália	jan/99 a dez/05	93%	100%	0%
EUA	jan/99 a dez/05	87%	95%	5%
Nova Zelândia	jan/99 a nov/05	86%	99%	1%
Canadá	jan/99 a dez/05	81%	98%	2%
Cingapura	jan/99 a dez/05	76%	95%	5%
Tailândia	jan/99 a dez/05	75%	92%	8%
África do Sul	jan/99 a dez/05	62%	80%	20%
Colômbia	jan/99 a dez/05	57%	69%	31%
Chile	jan/99 a dez/05	57%	72%	28%
Israel	jan/99 a dez/05	51%	79%	21%
Reino Unido	jan/99 a dez/05	48%	67%	33%
Polônia	jan/99 a dez/05	47%	66%	34%
Brasil	jan/99 a dez/05	45%	65%	35%
Argentina	jan/02 a dez/05	40%	46%	54%
Turquia	jan/99 a dez/05	36%	39%	61%
México	jan/99 a dez/05	25%	46%	54%
Indonésia	jan/99 a dez/05	22%	39%	61%
Rússia	jan/99 a dez/05	11%	20%	80%
Uruguai	jan/02 a dez/05	11%	23%	77%
Brasil ⁽¹⁾	jul/95 a dez/98	7%	12%	88%

Fontes: Calvo e Reinhart (2000), FMI (IFS) e Banco Central do Brasil (Séries Temporais e Notas para a Imprensa).

(1) Período de taxa de câmbio fixada.

Tabela 1.5

Indicadores de Volatilidade Relativa - Reservas Internacionais

País	Período	Volatilidade Relativa Taxa de Câmbio ⁽¹⁾ /Reservas
Chile	jan/99 a dez/05	0,5015
Indonésia	jan/99 a dez/05	0,4255
Argentina	jan/02 a dez/05	0,2809
Brasil	jan/99 a dez/05	0,2644
Brasil ⁽²⁾	jan99 a dez/05	0,2396
EUA	jan/99 a dez/05	0,2316
Israel	jan/99 a dez/05	0,2102
Turquia	jan/99 a dez/05	0,1938
Polônia	jan/99 a dez/05	0,1653
Reino Unido	jan/99 a dez/05	0,1566
Uruguai	jan/02 a dez/05	0,1421
Canadá	jan/99 a dez/05	0,1354
Colômbia	jan/99 a dez/05	0,1225
Nova Zelândia	jan/99 a nov/05	0,1067
Tailândia	jan/99 a dez/05	0,0917
África do Sul	jan/99 a dez/05	0,0829
Austrália	jan/99 a dez/05	0,0684
México	jan/99 a dez/05	0,0646
Cingapura	jan/99 a dez/05	0,0636
Japão	jan/99 a nov/05	0,0546
Coréia do Sul	jan/99 a dez/05	0,0500
Rússia	jan/99 a dez/05	0,0213
Brasil ⁽³⁾	jul/95 a dez/98	0,0155

Fontes: FMI (IFS) e Banco Central do Brasil (Séries Temporais e Notas para a Imprensa).

(1) Média do período.

(2) Considerando-se como variação nas reservas apenas as intervenções no mercado de câmbio.

(3) Período de taxa de câmbio fixada.

Tabela 1.6**Indicadores de Volatilidade Relativa - Taxa de Juros**

País	Período	Volatilidade Relativa Taxa de Câmbio ⁽¹⁾ /Taxa de Juros
Japão	jan/99 a nov/05	33,4530
Austrália	jan/99 a dez/05	5,2304
Nova Zelândia	jan/99 a nov/05	3,6153
Argentina	jan/02 a dez/05	3,0015
Tailândia	jan/99 a dez/05	2,7054
Coréia do Sul	jan/99 a dez/05	2,0547
Reino Unido	jan/99 a dez/05	1,9334
África do Sul	jan/99 a dez/05	1,7799
Cingapura	jan/99 a dez/05	1,4485
Brasil	jan/99 a dez/05	1,3858
EUA	jan/99 a dez/05	1,3337
Canadá	jan/99 a dez/05	1,2692
Chile	jan/99 a dez/05	0,8396
Israel	jan/99 a dez/05	0,7419
Indonésia	jan/99 a dez/05	0,6675
Polônia	jan/99 a dez/05	0,5757
Colômbia	jan/99 a dez/05	0,5241
Rússia	jan/99 a dez/05	0,3447
México	jan/99 a dez/05	0,2988
Uruguai	jan/02 a dez/05	0,1800
Turquia	jan/99 a dez/05	0,1668
Brasil ⁽²⁾	jul/95 a dez/98	0,0067

Fontes: FMI (IFS) e Banco Central do Brasil (Séries Temporais e Notas para a Imprensa).

(1) Média do período.

(2) Período de taxa de câmbio fixada.

Tabela 1.7**Indicadores de Volatilidade Relativa - Reservas Internacionais**

País	Período	Volatilidade Relativa Taxa de Câmbio ⁽¹⁾ /Reservas
Chile	jan/99 a dez/05	0,5584
Indonésia	jan/99 a dez/05	0,4886
Brasil	jan/99 a dez/05	0,4207
Brasil ⁽²⁾	jan/99 a dez/06	0,3813
Argentina	jan/02 a dez/05	0,3395
EUA	jan/99 a dez/05	0,2617
Israel	jan/99 a dez/05	0,2300
Turquia	jan/99 a dez/05	0,2074
Polônia	jan/99 a dez/05	0,1951
Reino Unido	jan/99 a dez/05	0,1818
Canadá	jan/99 a dez/05	0,1689
Uruguai	jan/02 a dez/05	0,1640
Colômbia	jan/99 a dez/05	0,1383
Nova Zelândia	jan/99 a nov/05	0,1218
Tailândia	jan/99 a dez/05	0,1131
África do Sul	jan/99 a dez/05	0,0987
México	jan/99 a dez/05	0,0860
Austrália	jan/99 a dez/05	0,0797
Cingapura	jan/99 a dez/05	0,0748
Japão	jan/99 a nov/05	0,0614
Coréia do Sul	jan/99 a dez/05	0,0603
Rússia	jan/99 a dez/05	0,0201
Brasil ⁽³⁾	jul/95 a dez/98	0,0161

Fontes: FMI (IFS) e Banco Central do Brasil (Séries Temporais e Notas para a Imprensa).

(1) Final do período.

(2) Considerando-se como variação nas reservas apenas as intervenções no mercado de câmbio.

(3) Período de taxa de câmbio fixada.

Tabela 1.8**Indicadores de Volatilidade Relativa - Taxa de Juros**

País	Período	Volatilidade Relativa Taxa de Câmbio ⁽¹⁾ /Taxa de Juros
Japão	jan/99 a nov/05	37,6178
Austrália	jan/99 a dez/05	6,0951
Nova Zelândia	jan/99 a nov/05	4,1280
Argentina	jan/02 a dez/05	3,6277
Tailândia	jan/99 a dez/05	3,3359
Coréia do Sul	jan/99 a dez/05	2,4748
Reino Unido	jan/99 a dez/05	2,2437
Brasil	jan/99 a dez/05	2,2051
África do Sul	jan/99 a dez/05	2,1189
Cingapura	jan/99 a dez/05	1,7029
Canadá	jan/99 a dez/05	1,5838
EUA	jan/99 a dez/05	1,5068
Chile	jan/99 a dez/05	0,9350
Israel	jan/99 a dez/05	0,8117
Indonésia	jan/99 a dez/05	0,7664
Polônia	jan/99 a dez/05	0,6798
Colômbia	jan/99 a dez/05	0,5916
México	jan/99 a dez/05	0,3975
Rússia	jan/99 a dez/05	0,3249
Uruguai	jan/02 a dez/05	0,2077
Turquia	jan/99 a dez/05	0,1785
Brasil ⁽²⁾	jul/95 a dez/98	0,0069

Fontes: FMI (IFS) e Banco Central do Brasil (Séries Temporais e Notas para a Imprensa).

(1) Final do período.

(2) Período de taxa de câmbio fixada.