

TEXTOS PARA DISCUSSÃO CEPAL • IPEA

LC/BRS/R.227

12

O regime cambial brasileiro de 1999 a 2008

Daniela Magalhães Prates



NACIONES UNIDAS

CEPAL

ipea

Sumário

APRESENTAÇÃO	
INTRODUÇÃO	7
1 FORMATO INSTITUCIONAL E CONDICIONANTES DO REGIME CAMBIAL BRASILEIRO.....	10
2 GESTÃO DO REGIME DE FLUTUAÇÃO SUJA NO BRASIL	15
2.1 FLUTUAÇÃO CAMBIAL NA FASE DE "PESSIMISMO" (JANEIRO DE 1999 A DEZEMBRO DE 2002).....	15
2.2 REGIME DE CÂMBIO FLUTUANTE NA FASE DE OTIMISMO: DE JANEIRO DE 2003 A JUNHO DE 2007.....	23
2.3 GESTÃO DO REGIME CAMBIAL BRASILEIRO NO CONTEXTO DA CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL.....	35
CONCLUSÃO	46
REFERÊNCIA.....	49
APÊNDICE 1 – OBJETIVOS, ESTRATÉGIAS E CONSEQUÊNCIAS DA POLÍTICA CAMBIAL	54
APÊNDICE 2 – GESTÃO CAMBIAL NOS PAÍSES EMERGENTES	58
2.1 FORMATO INSTITUCIONAL	58
2.2 OBJETIVOS, ESTRATÉGIAS E EFICÁCIA DA POLÍTICA CAMBIAL.....	61
2.3 TÉCNICAS DE GESTÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS.....	64
APÊNDICE 3 – MERCADO DOMÉSTICO DE DERIVATIVOS CAMBIAIS	66





APRESENTAÇÃO

A Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal) e o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) mantêm atividades conjuntas desde 1971, abrangendo vários aspectos do estudo do desenvolvimento econômico e social do Brasil, da América Latina e do Caribe. A partir de 2010, os Textos para Discussão Cepal-Ipea passaram a constituir instrumento de divulgação dos trabalhos realizados entre as duas instituições.

Os textos divulgados por meio desta série são parte do Programa de Trabalho acordado anualmente entre a Cepal e o Ipea. Foram publicados aqui os trabalhos considerados, após análise pelas diretorias de ambas as instituições, de maior relevância e qualidade, cujos resultados merecem divulgação mais ampla.

O Escritório da Cepal no Brasil e o Ipea acreditam que, ao difundir os resultados de suas atividades conjuntas, estão contribuindo para socializar o conhecimento nas diversas áreas cobertas por seus respectivos mandatos. Os textos publicados foram produzidos por técnicos das instituições, autores convidados e consultores externos, cujas recomendações de política não refletem necessariamente as posições institucionais da Cepal ou do Ipea.



O REGIME CAMBIAL BRASILEIRO DE 1999 A 2008

Daniela Magalhães Prates

INTRODUÇÃO

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

Após essas crises, aquelas políticas cederam lugar aos regimes de câmbio flutuante. Contudo, apesar de a maioria dos países emergentes adotar *de jure* este regime, *de facto* as respectivas autoridades monetárias procuram, de forma geral, deter os movimentos da taxa de câmbio mediante intervenções ativas nos mercados cambiais. Em outras palavras, o regime cambial predominante no período pós-crise constitui, na realidade, o regime de flutuação suja, com graus diferenciados de intervenção, nos quais a presença dos bancos centrais é a regra e não a exceção. Nos termos de Calvo e Reinhart (2003), esses países teriam o chamado “medo de flutuar”.

O “medo de flutuar” decorre, principalmente, de algumas características estruturais desses países, entre as quais: a maior volatilidade dos fluxos de capitais; a menor dimensão dos mercados de câmbio e financeiros *vis-à-vis* esses fluxos; o descasamento de moedas, associado ao acúmulo de passivos externos e internos, denominados em moeda estrangeira; o coeficiente de repasse mais elevado das variações cambiais aos preços; e a menor capacidade de ajuste do setor externo a essas variações, por causa, por exemplo, da menor diversificação das pautas de exportação (GRENVILLE, 2000; MOHANTY; SCATIGNA, 2005).

A predominância desse regime cambial, intermediário entre as soluções polares (câmbio fixo ou flutuação pura), também estaria associada ao chamado “motivo mercantilista”, ou seja, à manipulação da taxa de câmbio para viabilizar uma estratégia de crescimento liderada pelas exportações. As intervenções constantes e, em alguns casos, expressivas, dos bancos centrais nos mercados de câmbio mediante a compra de divisas estariam vinculadas, igualmente, à ampliação da capacidade potencial de sustentação da liquidez externa em momentos de reversão dos fluxos de capitais por meio do aumento no estoque de reservas oficiais, ou seja, a chamada “demanda precaucional” por reservas. Entre 1998 e 2002, tal padrão foi mais nítido nos países do sudeste asiático, após 2003; beneficiadas pela alta dos preços das *commodities*, várias economias da América Latina passaram a replicar a estratégia asiática de acumulação de reservas, a partir de superávits em transações correntes e da absorção de fluxos de capitais. Para Rodrik (2006), a manutenção de reservas elevadas é o preço a ser pago pelos governos dos países em desenvolvimento que não desejam ou são incapazes de regular os fluxos de capitais, por causa, entre outras razões, dos interesses financeiros contrários a essa segunda alternativa.

Apesar de alguns analistas defenderem que a “demanda precaucional” e não o “motivo mercantilista” seria o determinante mais geral da política de acúmulo de reservas pelos países asiáticos e, em menor medida, latino-americanos, esses objetivos estão estreitamente vinculados e se autorreforçam. Isto porque essa manipulação é fundamental para a obtenção de superávits em conta-corrente e, assim, de um ingresso líquido de divisas genuinamente obtidas pelos países. Não há dúvida de que reservas acumuladas com base nesses superávits – e nos fluxos de investimento externo direto – são mais robustas do que aquelas obtidas a partir do ingresso de fluxos de capitais voláteis (investimento de portfólio e empréstimos bancários a curto prazo).

Apesar da adoção quase generalizada do regime de câmbio flutuante nos países emergentes no contexto pós-crise – que se combinou, na maioria dos casos, com políticas monetárias de metas de inflação, constituindo o binômio “câmbio flutuante–metas de inflação” –, não existe um padrão ou modelo geral utilizado. Em comparação às soluções polares (câmbio fixo e livre flutuação) e aos regimes de banda cambial, os regimes de flutuação suja concedem às autoridades econômicas maior grau de liberdade na gestão ou na política cambial que, na definição aqui adotada, envolve qualquer transação que altere a posição líquida em moeda estrangeira do setor público – intervenções nos mercados à vista e futuro pelo Banco Central do Brasil (Bacen) e pelo Tesouro Nacional, bem como operações de dívida denominada ou indexada em moeda estrangeira.¹

1 É possível identificar na literatura duas definições alternativas de política cambial. A primeira, mais restrita, considera como política cambial somente as transações do Banco Central no mercado de câmbio que: i) são esterilizadas, isto é, acompanhadas por operações da autoridade monetária que neutralizam o impacto monetário dessas transações; ii) e têm o objetivo de influenciar a taxa de câmbio. Na segunda definição, essa política abrangeria intervenções nos mercados de câmbio à vista e de derivativos (contratos futuros, *swaps* e opções), independentemente do seu impacto líquido sobre o mercado monetário, ou seja, esterilizadas ou não esterilizadas (MORENO, 2005).

A política cambial, que consiste no *modus operandi* do regime de câmbio vigente, diz respeito tanto aos objetivos e às metas de política perseguidas quanto à forma de atingi-los, ou seja, à intervenção cambial *estrito senso*. Essas diversas dimensões da política cambial não são necessariamente definidas por uma mesma autoridade econômica. Enquanto o Banco Central é, de forma geral, a instituição executora da política cambial, a definição dos seus objetivos é atribuição do governo em alguns países. Já a eficácia da política cambial dependerá da correlação de forças entre a autoridade monetária e os agentes privados no mercado de câmbio. O êxito das intervenções dessa autoridade no sentido de manter a taxa de câmbio no patamar desejado e/ou de atenuar sua volatilidade será, assim, inversamente proporcional ao grau de abertura financeira da economia. Este grau, por sua vez, dependerá das técnicas de gestão dos fluxos de capitais vigentes que incluem dois tipos de instrumentos: os controles de capitais *estrito senso*; e os mecanismos de regulamentação financeira prudencial que desempenham funções semelhantes a esses controles como regras mais rígidas sobre as operações em moeda estrangeira dos bancos (EPSTEIN; GRABEL; JOMO, 2003).

No caso brasileiro, o regime de câmbio flutuante foi instituído em janeiro de 1999, em substituição ao regime de câmbio administrado de “bandas cambiais”, vigente desde março de 1995 – colocado em xeque pelo ataque especulativo contra o real ao longo do segundo semestre de 1998, que resultou no virtual esgotamento das reservas cambiais e, portanto, na incapacidade de a autoridade monetária sustentar o limite superior da faixa estreita de flutuação. Exatamente um ano depois, em janeiro de 2000, o grau já elevado de abertura financeira da economia brasileira foi ampliado, o que condicionou, de forma significativa, sua gestão.

Este artigo pretende avaliar a gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil de janeiro de 1999 a dezembro de 2008. Os argumentos estão organizados da seguinte forma. Na seção 2, o formato institucional e os condicionantes do regime de câmbio brasileiro são tratados. A seção 3 dedica-se à análise do regime de flutuação cambial desde sua implementação, em janeiro de 1999, até dezembro de 2008. Após a quarta seção, que sintetiza as conclusões, seguem-se três apêndices, que apresentam, respectivamente: um detalhamento das diversas dimensões da gestão do regime de câmbio flutuante, mencionadas anteriormente; um panorama geral desta gestão nos países emergentes; e as características do mercado doméstico de derivativos cambiais.

1

FORMATO INSTITUCIONAL E CONDICIONANTES DO REGIME CAMBIAL BRASILEIRO

O regime de câmbio flutuante foi instituído pelo Comunicado nº 6.565, de 18 de janeiro de 1999, do Banco Central do Brasil, mediante o qual a autoridade monetária informou à sociedade que, a partir desta data, “deixaria que o mercado definisse a taxa de câmbio, nos segmentos livre e flutuante, vindo a intervir, ocasionalmente, com o objetivo de conter movimentos desordenados da taxa de câmbio” (BACEN, 1999). Apesar do termo “ocasionalmente” sugerir a vigência de um regime de flutuação cambial *de facto*, que se aproximaria da “flutuação limpa”, o Brasil optou na prática por uma política cambial de flutuação suja, assim como os demais países periféricos após as respectivas crises financeiras dos anos 1990.

Dois comentários fazem-se importantes. Primeiro, conforme o comunicado, o Bacen será a instituição responsável pela definição do regime cambial no Brasil, das suas metas e da sua gestão. Segundo, sua entrada em vigor precedeu temporalmente a instituição formal do regime de metas de inflação, que ocorreu em 21 de junho de 1999, mediante o Decreto nº 3.088, da Presidência da República.

O terceiro aspecto relevante, que também diz respeito ao formato institucional, refere-se à instituição proprietária das reservas internacionais. No Brasil, essas reservas pertencem formalmente à União, ao contrário dos demais países emergentes – onde elas são propriedade dos respectivos bancos centrais (ver apêndice 2). Contudo, sua administração é atribuição do Bacen, instituição responsável pela definição e pela condução da política cambial. Os resultados – positivos ou negativos – do balanço do Bacen, associados a essa administração, convertem-se semestralmente em receitas ou despesas da União.

Apesar da precedência no tempo, o regime de câmbio flutuante, de atribuição do Bacen, possui um *status* institucional claramente inferior ao regime de metas de inflação – instituído por Decreto Presidencial e subordinado ao Conselho Monetário Nacional (CMN) no que diz respeito às metas e aos indicadores monitorados – no arranjo da política econômica vigente desde 1999, que também inclui como um dos seus pilares as metas de superávits primários. Duas informações adicionais reforçam essa afirmação.

Os documentos oficiais referentes ao regime de câmbio flutuante e à sua gestão são escassos. Mais do que isso, breve incursão no *site* do Bacen revela que não existe nenhum *link*/seção referente ao regime e/ou

política cambial, em contraste com a ampla seção dedicada ao “Sistema de Metas de Inflação”. Ao navegar pela seção com o título sugestivo “Câmbio e capital estrangeiro”, além de não encontrar nenhuma menção aos termos procurados, o pesquisador defronta-se com uma frustração adicional: o relatório trimestral, “Análise do Mercado de Câmbio” – que incluía um item específico sobre a política cambial, além de fornecer amplo conjunto de dados sobre o mercado de câmbio –, foi extinto, sendo a sua última edição do último trimestre de 2003.

Além disso, os escassos documentos disponíveis, incluindo o Comunicado nº 6.565, não definem os objetivos macroeconômicos gerais desse regime. Esse comunicado, por exemplo, define a meta a ser perseguida pela política cambial – a atenuação da volatilidade cambial de curto prazo –, mas não explicita o objetivo macroeconômico subjacente. Como destaca Moreno (2005), essa meta pode estar subordinada a diferentes objetivos, não excludentes: o controle da inflação; a sustentação da competitividade externa; e a manutenção da estabilidade financeira. É possível levantar algumas hipóteses sobre esses objetivos, a partir da leitura das atas do Comitê de Política Monetária (Copom) e dos Relatórios de Inflação. As referências aos impactos da taxa de câmbio sobre a evolução dos índices de preços internos em alguns desses documentos – que fazem parte do Sistema de Metas de Inflação – revelam que, além da preservação da estabilidade financeira, um objetivo adicional da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil – nem sempre explicitado – consiste no controle da inflação.

A opacidade ou a pouca transparência em relação aos objetivos do regime de câmbio flutuante no Brasil não parecem decorrer de estratégia explícita de ampliar sua eficácia – já que há total transparência em relação às intervenções do Bacen no mercado de câmbio – nem das menores exigências de prestação de contas *vis-à-vis* política monetária, mas sim da sua subordinação à instância da política monetária. Defende-se aqui a hipótese de que os objetivos macroeconômicos do regime de câmbio flutuante são implícitos e coincidem, em grande medida, com aqueles do regime de metas de inflação, quais sejam: estabilidade de preços e do sistema financeiro. Contudo, a capacidade de a política cambial atingir esses objetivos não foi constante ao longo do tempo, mas variou em função de um condicionante mais geral da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil, a fase do ciclo de liquidez internacional.

A partir de 2004, as condições favoráveis vigentes nos mercados financeiros globais, bem como a evolução favorável da balança comercial brasileira, possibilitaram ao Bacen perseguir a estratégia de acúmulo de reservas associada não somente à minimização de riscos de instabilidade financeira, mas também à chamada demanda precaucional (como observado em vários países emergentes – ver apêndices 1 e 2), que tem sido considerada uma estratégia racional das autoridades monetárias desses países no contexto das finanças globalizadas e liberalizadas. Esse objetivo, por sua vez, não é contraditório com os objetivos do regime de metas de inflação, já mencionados. Pelo contrário, seus efeitos *diretos*, em termos de redução da vulnerabilidade

externa, e *indiretos*, melhora da avaliação do risco de crédito do país pelas agências de classificação de risco (*rating*), contribuem para o alcance daqueles objetivos (ver apêndices 1 e 2). Mas, em contrapartida, reforçam a tendência de apreciação cambial, comprometendo a competitividade externa do país.

A evidente hierarquia entre os regimes monetário (determinante) e cambial (subordinado) no arranjo institucional da política econômica não constitui uma especificidade em si da experiência brasileira. Pelo contrário, o *repassé* mais elevado do câmbio para a inflação nos países emergentes e/ou a sua maior vulnerabilidade à instabilidade dos fluxos recentes de capital faz que, em vários desses países que adotam o binômio “câmbio flutuante–metas de inflação”, o controle da inflação e a estabilidade dos seus respectivos sistemas financeiros constituam objetivos macroeconômicos do regime cambial (ver apêndices 1 e 2). Assim, na realidade, essa hierarquia reflete o papel fundamental da evolução da taxa de câmbio para o funcionamento virtuoso do regime de metas de inflação nesses países e não sua irrelevância.

A principal singularidade desse binômio no Brasil é a não explicitação desses objetivos, mesmo em um ambiente em que o Bacen é a instituição responsável pela gestão desses dois regimes, o que minimiza a possibilidade de problemas de coordenação de política – observados nos países onde a política cambial é de atribuição do governo (ver apêndice 2). Por exemplo, alguns países que adotam aquele binômio reconhecem explicitamente que estabilizar a inflação requer o manejo da taxa de câmbio em função da presença de graus elevados de abertura comercial e *repassé cambial*.

É importante examinar, igualmente, os condicionantes internos (estruturais e macroeconômicos) do regime de câmbio flutuante no Brasil. A fase do ciclo de liquidez internacional influencia a gestão desse regime nas economias emergentes e, em particular, na economia brasileira por causa do seu grau elevado de abertura financeira.² Enquanto esse ciclo constitui o principal condicionante externo da política cambial no Brasil, o grau de abertura financeira pode ser considerado seu principal condicionante interno estrutural.

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

2 Para maiores detalhes sobre a relação entre regime cambial e grau de abertura financeira, ver apêndice 1.

Praticamente um ano depois da adoção da política de flutuação cambial, foi adotada uma medida decisiva que ampliou significativamente esse grau. Mediante a Resolução nº 2.689, o então presidente do Bacen, Armínio Fraga Neto, flexibilizou as aplicações dos investidores estrangeiros nos mercados de ações e de títulos de renda fixa, bem como permitiu o seu acesso, sem restrições, ao mercado organizado de derivativos financeiros domésticos (a Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F). Até então, esse acesso era limitado às operações de proteção das posições desses investidores nos mercados à vista em ações e renda fixa. Vale destacar que a liberdade de atuação dos investidores estrangeiros na BM&F ampliará significativamente a liquidez e a profundidade do mercado brasileiro de derivativos financeiros – que já possuía maior grau de desenvolvimento relativo à maioria dos países emergentes no fim dos anos 1990 – e terá importantes implicações para a gestão da política cambial – que somente serão sentidas na fase de otimismo, especialmente após 2004, no contexto de retorno dos fluxos de capitais voluntários ao país.

No primeiro governo Lula, duas medidas adicionais ampliaram ainda mais a integração financeira do país com o exterior. Em primeiro lugar, a unificação dos mercados de câmbio livre e flutuante e a extinção da Conta de não Residentes (CC5), em março de 2005, que eliminou os limites para que pessoas físicas e jurídicas convertam reais em dólares e os remetam ao exterior. Em segundo lugar, a Medida Provisória (MP) nº 281, de 15 de fevereiro de 2006, que isentou do Imposto de Renda (IR) as aplicações de investidores estrangeiros em títulos públicos e em fundos de capital de risco, bem como de Contribuição Provisória sobre a Movimentação Financeira (CPMF), os investidores estrangeiros e nacionais nas emissões primárias de ações e no aumento de capital de empresas.³

O grau elevado de abertura financeira e, sobretudo, o acesso dos investidores globais ao mercado organizado de derivativos financeiros intensificou os impactos das fases de abundância ou escassez de fluxos de capitais sobre os preços-chave do país e, principalmente, sobre a taxa de câmbio, que se tornou a principal correia de transmissão da volatilidade dos fluxos de capitais sobre os mercados financeiros e a economia real; mas também reforçou a interação entre as políticas cambial, monetária e fiscal – inerente às economias que se inseriram na globalização financeira – e reduziu seus respectivos raios de manobra. Nesse contexto, a gestão do regime de câmbio flutuante – e também da política de metas de inflação – tornou-se subordinada, em grande parte, às decisões de alocação de riqueza dos investidores globais.

Contudo, a interação entre os condicionantes externo (ciclo de liquidez internacional) e interno estrutural (grau de abertura financeira) teve distintas implicações nas fases de “pessimismo” (1999 a 2002), “otimismo” (2003 a junho de 2007) e, novamente, “pessimismo” (julho de 2007 a dezembro de 2008) do ciclo de liquidez internacional. A política cambial deparou-se com diferentes desafios e graus de liberdade em

³ Em 2003, o governo já tinha reduzido de 25% para 15% o IR incidente sobre as negociações dos investidores estrangeiros nos mercados secundários de ações e as isentado de CPMF; as mesmas medidas foram estendidas, posteriormente, aos nacionais.



função, em grande parte, da situação do balanço de pagamentos e de vulnerabilidade externa da economia brasileira – que podem ser considerados seus principais condicionantes macroeconômicos internos. Nas três próximas seções, analisam-se as diversas dimensões da gestão de câmbio flutuante no Brasil nessas fases.

2

GESTÃO DO REGIME DE FLUTUAÇÃO SUJA NO BRASIL

Esta seção dedica-se à análise minuciosa da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil. Destaca-se a existência de três subperíodos, caracterizados por diferentes contextos financeiros internacionais: i) de 1999 a 2002, período de escassez de fluxos de capitais para os países emergentes (item 2.1); ii) de 2003 a junho de 2007, quando vigorou um ambiente de abundância de liquidez internacional e baixa aversão aos riscos (2.2); e iii) de julho de 2007, quando eclode a crise *subprime*, até dezembro de 2008, com ênfase no último trimestre de 2008, quando o Brasil e os demais países emergentes sofrem o efeito contágio do aprofundamento da crise financeira global (2.3).

2.1

FLUTUAÇÃO CAMBIAL NA FASE DE “PESSIMISMO” (JANEIRO DE 1999 A DEZEMBRO DE 2002)

A ampliação do grau de abertura da economia brasileira na gestão Armínio Fraga Neto na presidência do Bacen – especialmente, o acesso irrestrito dos investidores internacionais ao mercado doméstico de derivativos financeiros – não teve efeitos concretos na primeira fase de vigência do regime de câmbio flutuante no Brasil. Isto porque, como destaca Farhi (2006), entre janeiro de 1999 e dezembro de 2002, o país enfrentou uma situação de restrição externa e predominou um contexto de escassez de vendedores e excesso de compradores no mercado de câmbio.

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

Assim, o desequilíbrio entre demanda e oferta de divisas decorreu tanto do comportamento desfavorável do balanço de pagamentos nesse período (ver tabela 1) quanto do acúmulo de passivos externos – ou denominados

em moeda estrangeira – ao longo da segunda metade dos anos 1990. Esse acúmulo, por sua vez, decorreu da estratégia da política econômica adotada no período imediatamente anterior, ancorada na ampliação da abertura financeira e da participação das empresas e dos bancos estrangeiros na economia brasileira, que viabilizou o financiamento do déficit em conta-corrente durante o regime de câmbio administrado.

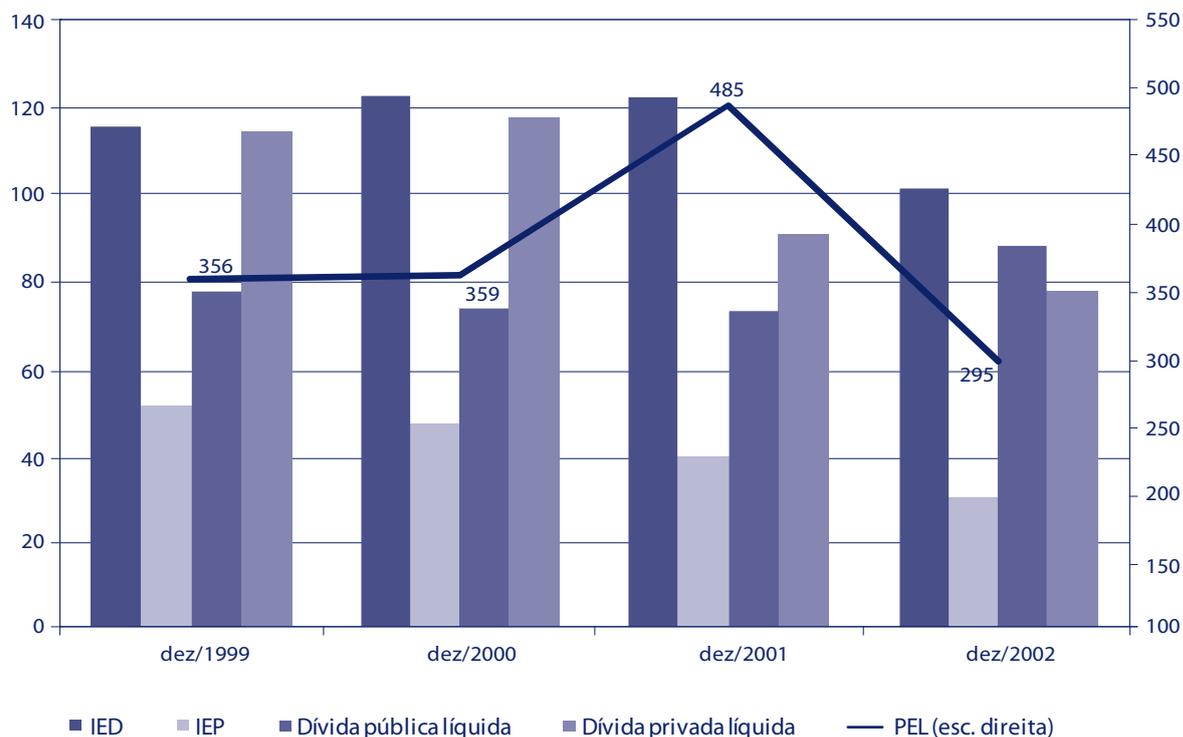


Gráfico 1: Passivo externo líquido
(US\$ bilhões)

Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen).
Elaboração: da autora.

Tabela 1: Balanço de pagamentos (1999-2002)
(US\$ bilhões)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ¹
Transações correntes	-25.335	-24.225	-23.215	-7.637	4.177	11.738	14.199	13.621	4.383
Balança comercial	-1.199	-698	2.650	13.121	24.794	33.666	44.757	46.458	20.638
Exportações	48.011	55.086	58.223	60.362	73.084	96.475	118.308	137.807	73.214
Importações	49.210	-55.783	-55.572	-47.240	-48.283	-62.809	-73.551	-91.350	-52.576

Continua...

Continuação

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ⁽¹⁾
Serviços e rendas	-25.825	-25.048	-27.503	-23.148	-23.483	-25.197	-34.115	-37.143	-18.251
Transf. unilaterais	1.689	1.521	1.638	2.390	2.867	3.268	3.558	4.306	1.996
Conta capital e financeira	17.319	19.326	27.052	8.004	5.111	-7.356	-8.808	15.982	59.812
Conta capital	338	273	-36	433	498	339	663	869	291
Conta financeira	16.981	19.053	27.088	7.571	4.613	-7.696	-9.470	15.113	59.522
Capitais voluntários	14.016	29.377	20.331	-3.909	-156	-3.333	13.801	15.113	59.522
Investimento direto	26.888	30.498	24.715	14.108	9.894	8.695	12.676	-9.420	24.326
Investimentos de portfólio	3.802	6.955	77	-5.119	5.308	-4.750	4.885	9.573	24.013
Derivativos	-88	-197	-471	-356	-151	-677	-40	383	149
Outros investimentos ²	-16.586	-7.879	-3.990	-12.542	-15.207	-6.600	-3.720	14.577	11.034
Operações de regulariz.	2.966	-10.323	6.757	11.480	4.769	-4.363	-23.271	0	0
Erros e omissões	194	2.637	-531	-66	-793	-2.137	-1.072	965	-2.585
Resultado global	-7.907	-2.262	3.307	302	8.496	2.244	4.319	30.569	61.610
Resultado global excl. FMI	-10.787	8.062	-3.451	-11.179	3.726	6.607	27.591	30.569	61.610

Fonte: Bacen.

Elaboração: da autora.

Nota: ¹ janeiro a junho.

² outros investimentos, excl. operações de regularização com o Fundo Monetário Internacional (FMI).

Nesse contexto, os investidores estrangeiros reduziram suas posições em ativos brasileiros, inclusive na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F). Somente em 1999, passado o *stress* provocado pela mudança do regime cambial, e em 2000 os volumes negociados na BM&F aumentaram. A partir do ataque especulativo de 2001, esses volumes voltaram a cair (ver tabela 2). Como destaca Farhi

O volume de contratos negociados durante um ataque especulativo permite avaliar o grau de intensidade das expectativas de mudança da taxa de câmbio. Quanto maiores e mais difundidas as expectativas de tal mudança, menor será o volume negociado, já que a esmagadora maioria dos participantes desejará assumir a mesma posição e não encontrará ofertas em quantidade suficiente ou a um nível de preços aceitável (2006, p. 179).

Contribuiu decisivamente para a “evaporação” da liquidez nesse mercado em contexto de excesso de demanda por dólares – seja para cobertura de risco, seja para especulação – a proibição de atuação do Bacen com derivativos de câmbio imposta pelo acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) de março de 1999 – mantida no acordo de 2001. Assim, os impactos do descompasso entre a oferta (fluxos escassos) e a demanda (fluxos e estoques) por moeda estrangeira concentraram-se no mercado de câmbio à vista e no de instrumentos indexados à taxa de câmbio.

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

Tabela 2: Volumes negociados na BM&F, por ativo
(Em US\$)

Ano	Câmbio ¹	Taxas de juros ²
1999	12.166.257	25.292.621
2000	12.164.002	25.290.221
2001	21.612.354	43.835.697
2002	17.349.055	71.186.758
2003	19.320.993	83.553.886
2004	27.421.447	139.066.000
2005	41.810.287	146.655.688
2006	65.361.333	189.327.122
2007	115.883.665	263.434.704

Fonte: síntese de dados, BM&F.

Nota: ¹ valor nacional dos contratos de dólar futuro = US\$ 50 mil.

² valor nacional do contrato DI de 1 dia = R\$ 100 mil.

Apesar de alguns documentos do Bacen, divulgados nesse período, reafirmarem que o único objetivo da política de câmbio flutuante seria “evitar que a taxa de câmbio oscile em curto espaço de tempo, ocorrendo a desvinculação do nível de reservas internacionais dos resultados do mercado cambial” (BACEN, 2000), a preocupação com os impactos inflacionários da depreciação cambial é explicitada tanto nas atas do Copom, como nas duas cartas abertas do presidente do Bacen ao ministro da Fazenda para justificar o descumprimento da meta de inflação em 2001 e 2002.

O reduzido raio de manobra da gestão cambial decorria de três fatores: i) da impossibilidade de recorrer ao mercado de derivativos de câmbio; ii) do reduzido volume de reservas internacionais que poderia ser utilizado nas intervenções no mercado de câmbio à vista – inferior ao total disponível no ativo do Bacen por causa dos limites impostos pelo acordo do FMI, em um primeiro momento sobre as intervenções e, a partir de agosto, sobre as reservas líquidas ajustadas;⁴ e iii) do volume já muito elevado do estoque da dívida mobiliária interna indexada à taxa de câmbio.

Já a forma de atuação do Bacen nesse mercado praticamente não sofreu alterações em relação ao período de câmbio administrado no que diz respeito ao método de transação. As duas circulares de maio de 1999 definiram que essa atuação permaneceria sob a intermediação dos bancos que atuam no mercado de câmbio e que deveria ser realizada mediante operações interbancárias, por leilão eletrônico ou telefônico, com oferta simultânea a pelo menos cinco desses agentes. A única mudança relevante foi em relação à transparência das intervenções: a autoridade monetária comprometeu-se a informá-las ao mercado mediante o Comunicado do Departamento de Operações de Reservas Internacionais (Depin) nº 6.873 de 20/5/1999 (BACEN, 2000).⁵

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

As intervenções do Bacen no mercado à vista de câmbio foram irregulares e concentraram-se na ponta vendedora. No início da vigência do novo regime, especificamente entre janeiro e abril de 1999, a autoridade monetária utilizou uma quantidade expressiva de dólares das reservas internacionais – mais de US\$ 12 bilhões – na tentativa frustrada de conter a depreciação do real. Esses meses iniciais de turbulência foram seguidos por um período de relativa tranquilidade no *front* cambial – evidenciada na estabilidade do patamar e na redução da volatilidade da taxa de câmbio –, que se estendeu até o primeiro trimestre de 2001, durante o qual a autoridade monetária praticamente se ausentou desse mercado (ver gráfico 2).

4 Os limites das intervenções eram de 3 bilhões de dólares em março, 2 bilhões em abril e 1,875 bilhão em maio e junho. Já o piso médio das reservas entre julho e agosto foi de 20 bilhões de dólares, com pequenas variações ao longo do semestre.

5 Sobre os diferentes métodos de transação e graus de transparência no mercado de câmbio dos países emergentes, ver apêndice 2.

Como destacam Pires de Souza e Hoff, este foi o período no qual “o regime cambial brasileiro mais se aproximou do padrão de flutuação pura” (2006, p. 11). Segundo esses autores, um conjunto de fatores teria contribuído para essa situação de “calmaria”, entre os quais: a definição de Armínio Fraga para a Presidência do Bacen em março; a definição do novo arcabouço da política monetária em junho; a revisão bem-sucedida do acordo com o FMI; e os efeitos positivos da depreciação sobre a balança comercial e de transações correntes, contribuindo para o ajuste do balanço de pagamentos. Contudo, na perspectiva analítica aqui adotada, um condicionante decisivo desse ajuste, subjacente à tranquilidade no mercado de câmbio, foi o comportamento mais favorável dos fluxos de capitais para o país, associado a um curto interregno de “otimismo” na fase de baixa do ciclo de liquidez dos anos 1990.

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

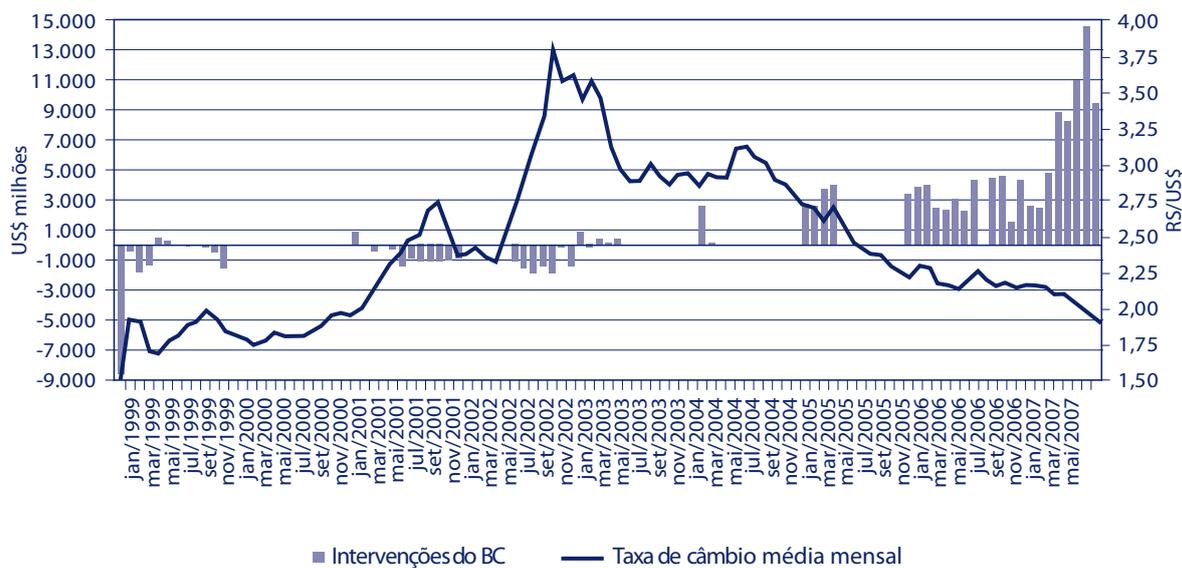


Gráfico 2: Intervenções do Bacen (US\$ milhões) e taxa de câmbio nominal mensal (R\$/US\$)

Fonte: Bacen.
Elaboração: da autora.

A interação entre a retração da oferta e o aumento da demanda por divisas levou o Bacen a retomar suas intervenções no mercado de câmbio à vista, mas essas, restringidas pelo baixo patamar das reservas disponíveis, revelaram-se insuficientes para deter a depreciação da moeda doméstica (ver gráfico 2). Nesse

contexto, a autoridade monetária adotou duas estratégias complementares no âmbito da política cambial. Em primeiro lugar, anunciou nova forma de atuação nesse mercado a partir de julho, a chamada “ração diária”, mediante a qual venderia US\$ 50 milhões por dia ao longo do segundo semestre (cerca de US\$ 1 bilhão por mês). O objetivo seria atenuar o grau de desvalorização cambial diante da escassez supostamente temporária de financiamento externo, sem estabelecer uma meta para a taxa de câmbio. Em segundo lugar, intensificou a emissão de títulos públicos indexados a câmbio, sobretudo após a nova onda de instabilidade que sucedeu os ataques terroristas de 11 de setembro.

A instabilidade externa e os seus reflexos sobre o mercado de câmbio estancaram-se por breve período (de janeiro a março de 2002), o que permitiu ao Bacen novamente se ausentar desse mercado (ver gráfico 2). No entanto, um novo ataque especulativo contra o real iniciou-se em abril de 2002. Apesar de alguns eventos internos terem contribuído para a deterioração das expectativas dos agentes residentes e não residentes – expectativas de adoção de medidas heterodoxas em uma eventual vitória de Lula, candidato do Partido dos Trabalhadores (PT) –, o principal fator subjacente a esse ataque foi o forte aumento da aversão ao risco no mercado financeiro internacional, que resultou em drástica retração dos fluxos de capitais para os países emergentes e, em particular, para os de maior risco de crédito – associado à crise de confiança nos mercados de capitais provocada pelas fraudes contábeis e pela concordata de grandes empresas nos Estados Unidos.

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

Essa vinculação a títulos com juros prefixados, no entanto, provocou reações em cadeia nos mercados secundários, pois os agentes privados estavam interessados apenas nos *swaps* que garantiam a correção pela taxa de câmbio em um contexto de crescentes temores de moratória da dívida interna. As vendas de LFTs no mercado secundário levaram a fortes quedas de seus preços, o que equivale a uma elevação de sua taxa de juros, que contaminou toda a estrutura de preços dos títulos públicos. Nesse contexto, o Bacen decidiu antecipar a “marcação a mercado” das carteiras das instituições financeiras e dos fundos mútuos, diante do

risco de resgate em massa de investidores institucionais e corporativos mais bem informados. Essa antecipação provocou uma desvalorização abrupta dos patrimônios líquidos dos fundos de Depósito Interbancário (DI) – cuja rentabilidade depende da taxa de juros do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) – e de renda fixa, bem como uma volatilidade sem precedentes em seus retornos diários e, em seguida, uma crise de confiança que levou ao resgate de R\$ 54,5 bilhões (14,6% dos recursos) nos três meses após a mudança de regra. Uma parte considerável desses recursos foi direcionada para a compra de dólares, intensificando a desvalorização do real.

Um mês após o lançamento do novo instrumento de política cambial, o Bacen voltou atrás, desistindo de vincular *swaps* cambiais às LFTs, e passou a negociar *swaps* “solteiros”, além de manter as colocações dos títulos do Tesouro Nacional indexados ao câmbio. Após a turbulência inicial, o novo instrumento foi bem recebido pelo mercado e absorveu parte importante da procura por proteção cambial (*hedge*) em um contexto de expectativas de moratória da dívida pública interna – que também impuseram limites a elevações adicionais da taxa de juros para conter a fuga do real. A parcela da dívida mobiliária federal indexada ao câmbio passou de 29,5%, em 2001, para 33,5%, em 2002, dos quais 13,2 pontos percentuais (p.p.) correspondiam aos *swaps* cambiais.

Assim, os ataques especulativos sob o regime de câmbio flutuante (de 2001 e 2002) diferenciaram-se daqueles que eclodiram durante a vigência do regime anterior, de bandas cambiais. Nesse regime, o ataque especulativo, a demanda por divisas e a fuga de capitais tinham impacto direto no nível das reservas internacionais do país. No regime de taxa de câmbio flutuante, a demanda por divisas e a fuga de capitais passam a ocasionar uma depreciação da moeda doméstica (FARHI, 2006).

Os custos das crises cambiais sob o regime de câmbio flutuante foram, igualmente, absorvidos pelo setor público que assumiu o risco cambial privado mediante a oferta de títulos públicos e *swaps* cambiais (ver gráfico 3). Ou seja, mais uma vez, foi observado o processo de socialização das perdas, recorrente na economia brasileira. Se a gestão cambial foi praticamente impotente em conter a volatilidade e a desvalorização do real, ela foi, em alguma medida, eficaz no sentido de prover proteção cambial ao mercado, reduzindo os efeitos deletérios da instabilidade cambial sobre a higidez do sistema financeiro.

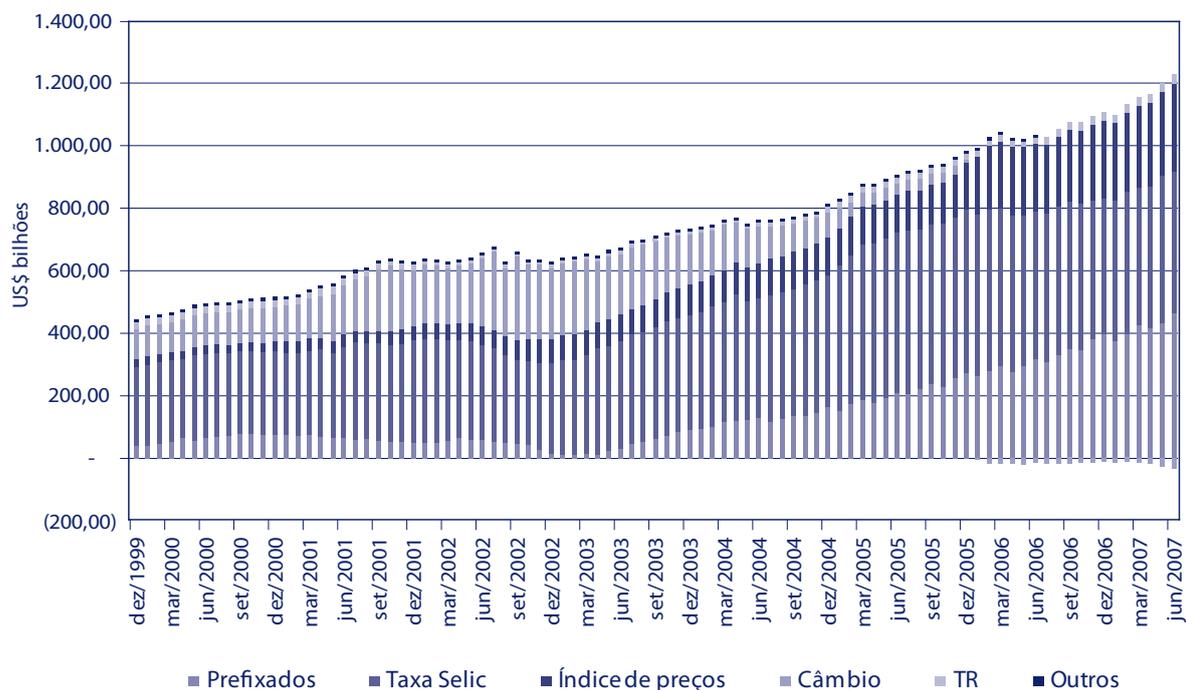


Gráfico 3: Composição da dívida pública por indexador (por exposição, após swap)

Fonte: Bacen.
Elaboração: da autora.

2.2

REGIME DE CÂMBIO FLUTUANTE NA FASE DE OTIMISMO: DE JANEIRO DE 2003 A JUNHO DE 2007

A combinação de elevado grau de abertura com a existência de mercados de derivativos profundos revelou-se uma “faca de dois gumes” para a gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil, sendo que cada “gume” manifestou-se em diferentes momentos do ciclo de liquidez internacional. Na fase de pessimismo e escassez de recursos externos, tal combinação intensificou a eficácia dos ataques especulativos contra a moeda doméstica e reduziu a capacidade da gestão cambial de conter os movimentos de desvalorização, exigindo o recurso a instrumentos alternativos de política (títulos indexados ao câmbio e *swaps*) para conter esses movimentos e, assim, seus efeitos deletérios sobre a inflação – dado o elevado repasse cambial – e sobre a situação financeira dos agentes domésticos vulneráveis em termos de descasamento de moedas.



Já na fase de otimismo, que se iniciou em 2003 e vigorou até junho de 2007,⁶ no contexto de retorno dos fluxos de capitais voluntários, resultados favoráveis nas transações comerciais e correntes com o exterior e elevado apetite por risco dos investidores globais, a adoção de uma política monetária excessivamente restritiva resultou em uma trajetória ininterrupta de apreciação cambial, que constituiu o principal determinante da eficácia da política de metas de inflação e tornou-se o aliado por excelência dessa política.

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

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

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

O segundo período (dez./2004 a jun./2007) caracteriza-se pelo retorno do Bacen ao mercado de câmbio, mas agora na ponta compradora dos seus dois segmentos, à vista e futuro. No segmento à vista, as intervenções foram temporariamente interrompidas entre março e setembro de 2005, a despeito da continuidade da apreciação do real, suscitando novamente a interpretação de uso deliberado (mas não explicitado) da apreciação cambial como instrumento-chave da política monetária.

6 Em julho, como destacado no próximo item, com a eclosão da crise imobiliária nos Estados Unidos, inicia-se um período de turbulência no mercado financeiro internacional e aumento de aversão ao risco dos investidores globais. Assim, a fase de alta do ciclo de liquidez internacional da presente década encerrou-se no mês de junho de 2007.

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

A natureza do emissor dos papéis utilizados nas operações de esterilização pode tornar mais transparentes as políticas monetária e de dívida pública, mas não afeta o custo quase fiscal dessas operações. A política de acumulação de reservas internacionais adotada, a partir do fim de 2004, com o objetivo de fortalecer a posição externa do país direta (mediante a constituição de um “colchão” de liquidez em moeda estrangeira) e indiretamente (via melhora nas classificações de risco externas) depara-se com dois importantes constrangimentos no Brasil: o elevado estoque de dívida pública mobiliária concentrada a curto prazo e indexado à Taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic); e o expressivo diferencial entre os juros internos e externos, que torna o custo de carregamento dessas reservas excessivamente alto – em termos absolutos e relativamente aos demais países emergentes.

Uma estimativa desse custo em junho de 2007, quando as reservas atingiram US\$ 147 bilhões – que considera o diferencial entre a Taxa Selic e o rendimento dos títulos de dez anos do Tesouro americano, destino privilegiado dessas reservas, de 7,1% naquele mês –, indicava um gasto de US\$ 10,5 bilhões ao ano. Se considerarmos a variação cambial desde o fim de 2004, quando a política de acúmulo de reservas foi retomada, esse gasto foi ainda maior, já que o dólar depreciou-se em relação ao real nesse período. Um cálculo mais preciso do custo dessa política, que ultrapassa os objetivos deste capítulo, revela-se especialmente complexo, pois deveria incluir, além dessa variação, os seus benefícios em termos de redução da vulnerabilidade externa e melhora das classificações de riscos (*rating*) soberanos.

Esse mesmo diferencial de juros, em um contexto de forte queda do risco-país, estimulou o ingresso de capitais a curto prazo, em busca de ganhos de arbitragem e/ou especulação, e teve papel decisivo no movimento de apreciação cambial entre setembro de 2004 e dezembro de 2006 – sendo que a própria apreciação eleva os ganhos, atraindo ainda mais capital, em um circuito de retroalimentação. Ou seja, o patamar da taxa de juros básica da economia brasileira tem dois efeitos simultâneos e contraditórios: de um lado, estimula a ampliação do passivo externo a curto prazo do país – na forma de investimento de portfólio em renda fixa e de dívida a

curto prazo (ver gráfico 4); de outro lado, onera o custo de carregamento das reservas em moeda estrangeira, que constituem o “colchão de segurança” necessário para fazer frente à reversão potencial desse passivo.

A política de acumulação de reservas internacionais resultou em ligeira melhora dos indicadores de liquidez ao longo da fase de abundância de recursos externos (que, todavia, não foi contínua), mas como o ritmo de crescimento do passivo externo de curto prazo superou o ritmo de expansão do estoque de reservas, esses indicadores persistiram em um patamar superior a 1 (ou seja, esse estoque manteve-se insuficiente para fazer frente às necessidades de financiamento externo do país no curto prazo) (ver gráfico

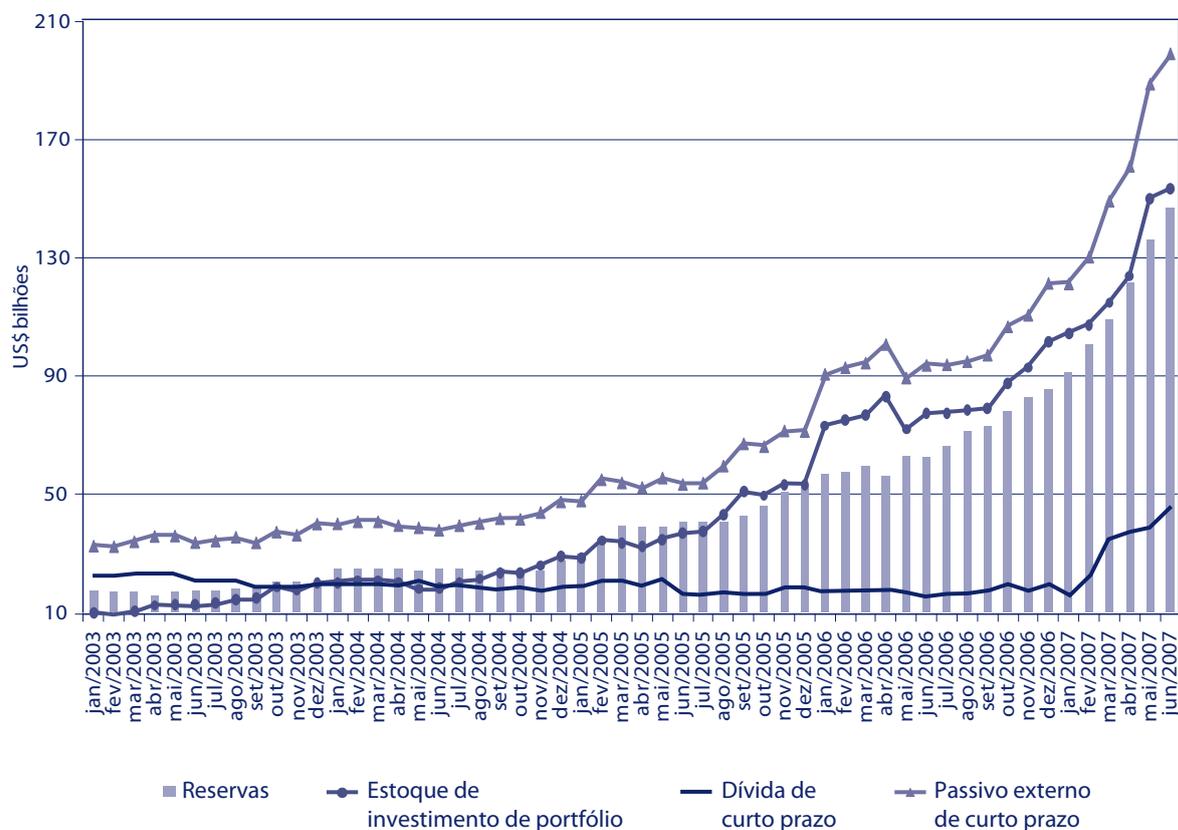


Gráfico 4: Passivo ext. de curto prazo e reservas¹

Fonte: Bacen.

Elaboração: da autora.

Nota: ¹ reservas líquidas ajustadas (excluindo os empréstimos do FMI) até dezembro de 2005.

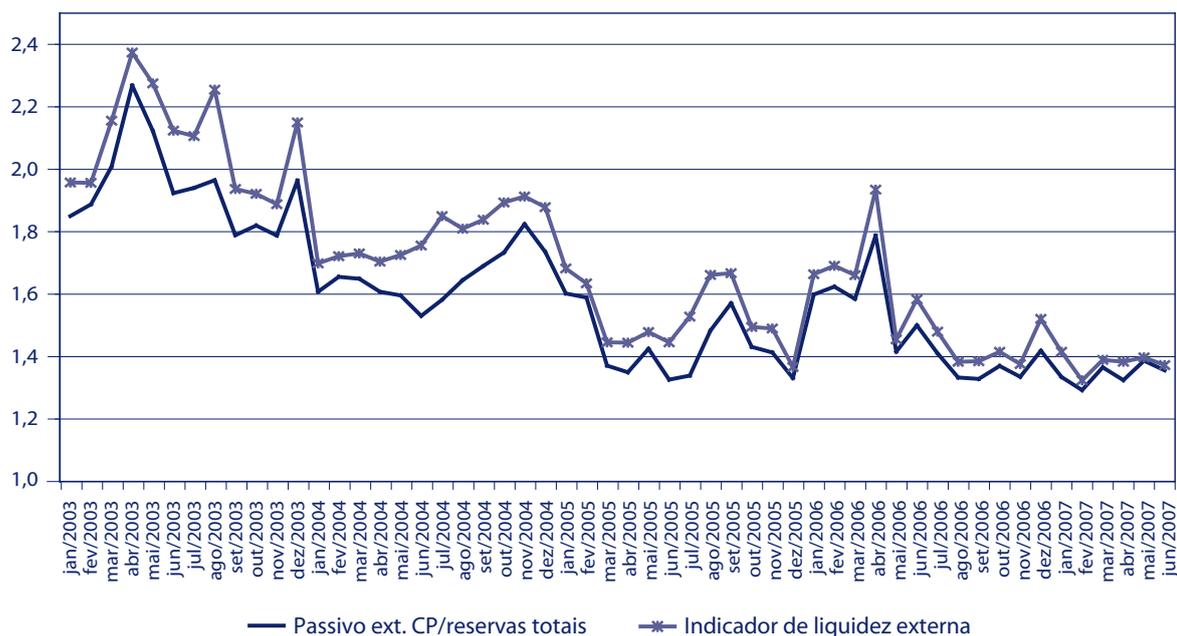


Gráfico 5: Indicadores de liquidez externa¹

Fonte: Bacen.

Elaboração: da autora.

Nota:¹ O indicador liquidez externa considera no numerador, além do passivo de curto prazo, o saldo em transações correntes e o principal vencível da dívida a médio e longo prazos nos próximos 12 meses. No denominador, reservas líquidas ajustadas (excluindo os empréstimos do FMI) até dezembro de 2005.

A forte entrada de recursos externos nas modalidades de crédito a curto prazo e de investimento de portfólio, ao lado do desempenho favorável dos fluxos de investimento direto externo, resultou em um superávit recorde da conta financeira do balanço de pagamentos no primeiro semestre de 2007. Como mostram os gráficos 6 e 7, no primeiro semestre de 2007, houve um *boom* de recursos externos associado tanto aos investimentos de portfólio no país (em ações e renda fixa, que se tornou relevante somente em 2006, após a concessão de incentivos tributários aos investidores estrangeiros) e no exterior (mediante emissão de *notes*, *commercial papers* e títulos de curto prazo), como aos empréstimos bancários a curto prazo contratados por exportadores (contabilizados na rubrica “crédito comercial – fornecedores CP”) e por bancos residentes no país (na modalidade “empréstimos e financiamento – demais setores CP”).

Alguns fatores contribuíram decisivamente para esse *boom*, em um contexto de continuidade da política de redução da taxa de juros básica. Por um lado, a expectativa não somente de melhora da classificação do risco (*rating*) de crédito externo do país – que se concretizou em maio –, mas, sobretudo, de obtenção do “grau de investimento” estimulou as aplicações tanto em ações quanto em renda fixa, dada a perspectiva de convergência dos juros internos para os patamares vigentes nas demais economias emergentes após a obtenção dessa classificação. Vale mencionar que, nesse contexto, a participação dos papéis pré-fixados no total da

dívida pública mobiliária aumentou significativamente, ou seja, aquela expectativa possibilitou a mudança da composição da dívida (ver gráfico 3). Por outro lado, no caso especificamente dos fluxos atraídos pelo diferencial entre os juros internos e externos, dois fatores adicionais– estimularam sua ampliação nesse período: a redução do ritmo de corte (de 0,5 p.p. para 0,25 p.p.) da taxa de juros básica pelo Bacen em janeiro e a continuidade da tendência de queda do risco-país no mercado internacional.

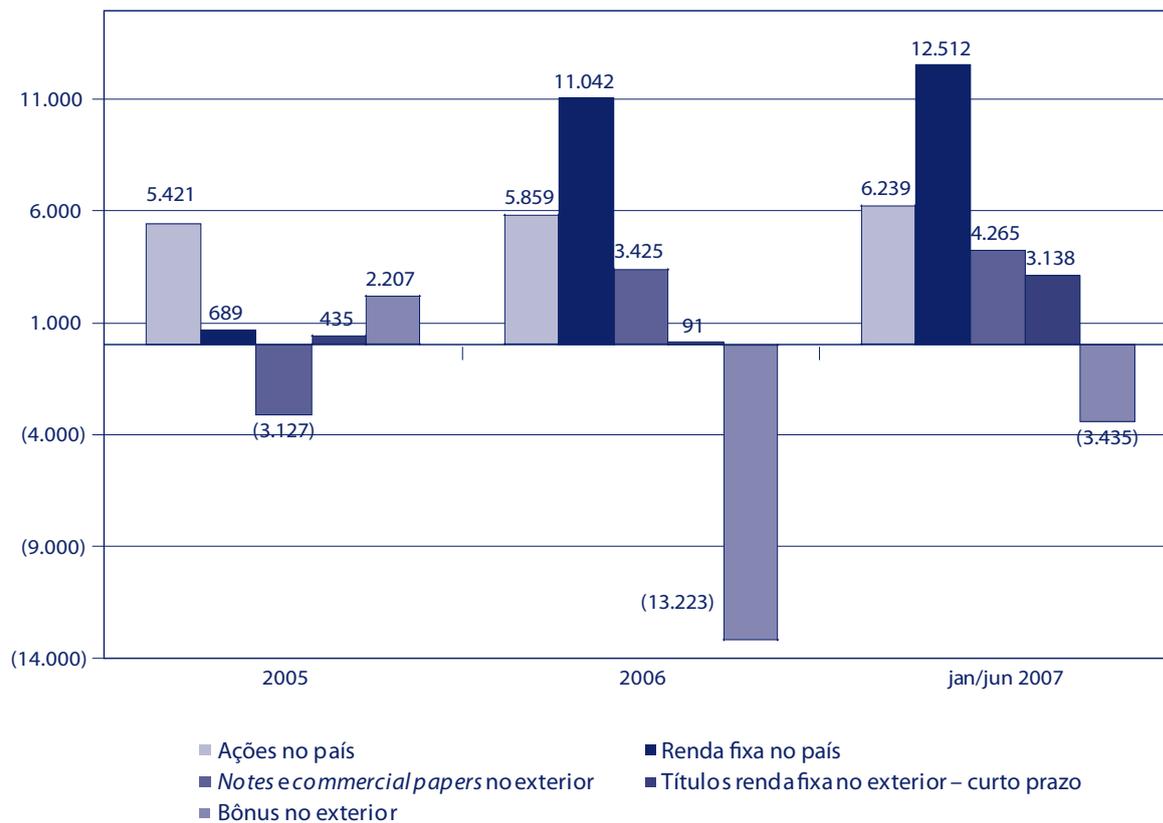


Gráfico 6: Investimentos de portfólio. Principais modalidades
(US\$ milhões)

Fonte: Bacen.
Elaboração: da autora.

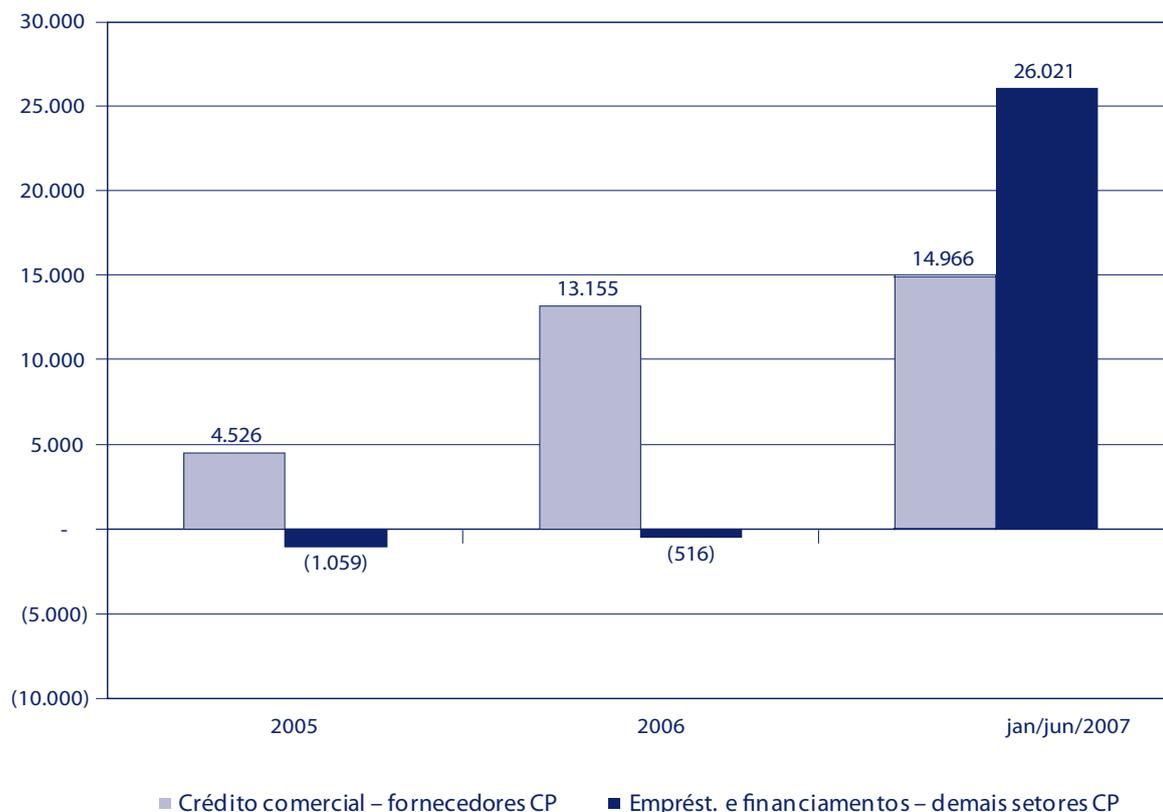


Gráfico 7: Outros investimentos – modalidades a curto prazo
(US\$ milhões)

Fonte: Bacen.
Elaboração: da autora.

A interação entre esses dois fatores manteve o diferencial entre a Taxa Selic e a Taxa denominada “Selic neutra de arbitragem” (ver gráfico 8) – que consiste na soma do risco-país com a taxa de juros de menor risco (*Fed Fund Rate*⁷) e constitui o custo de captação dos tomadores brasileiros no exterior – estimulando a contratação de linhas de crédito a curto prazo para realizar operações de arbitragem no mercado financeiro interno, seja pelos bancos, seja pelos exportadores. Vale mencionar que foi exatamente para desestimular essas operações que o Bacen anunciou no dia 8 de junho mudanças nas normas que regem as operações dos bancos no mercado de câmbio – que entraram em vigor no dia 2 de julho.⁸

⁷ Taxa básica de juros dos Estados Unidos da América (EUA).

⁸ A exposição permitida aos bancos nesse mercado foi reduzida de 60% para 30% do patrimônio de referência; a exigência de capital para fazer frente ao nível de exposição cambial foi elevada de 50% para 100%; e os bancos também terão de contabilizar como exposição cambial as operações feitas por suas filiais no exterior. Disponível em: <www.bcb.com.br>.

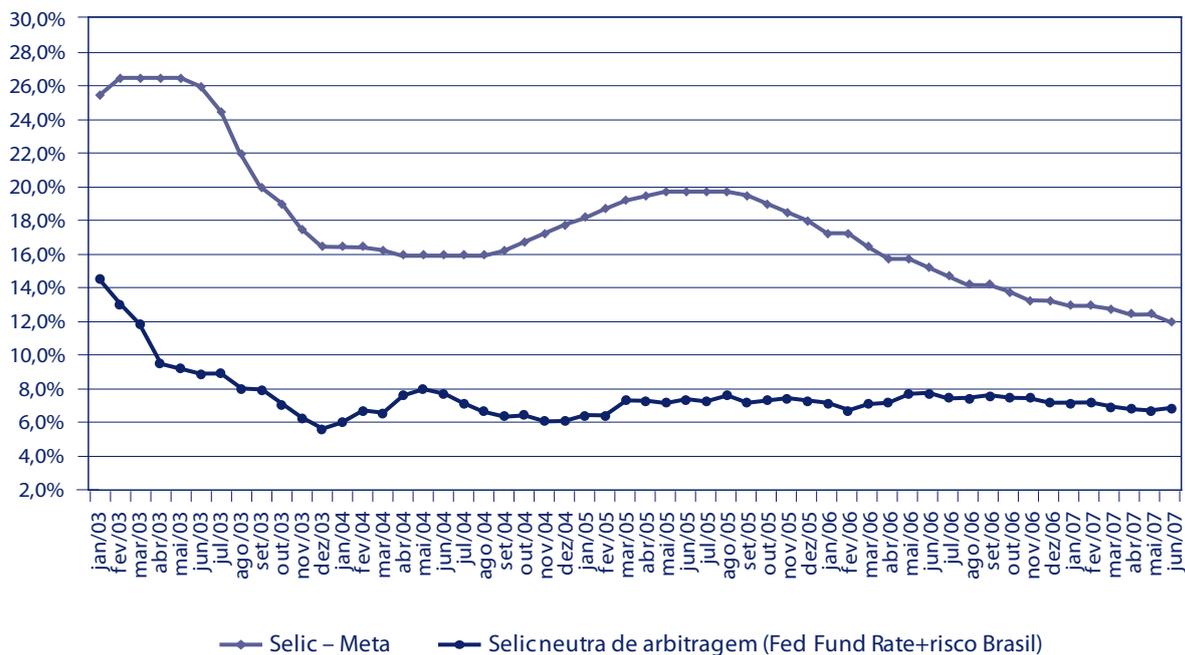


Gráfico 8: Selic e Selic neutra de arbitragem

Fonte: Bacen e Federal Reserve.
Elaboração: da autora.

Essa mesma interação motivou os investidores estrangeiros a manterem ou mesmo ampliarem suas posições no mercado de derivativos cambiais, contratos de liquidação futura cujo valor deriva da taxa de câmbio presente. Esses derivativos podem ser negociados em mercados organizados (bolsas de valores – no Brasil, a BM&F) ou de balcão. Os derivativos vinculados à taxa de câmbio do real, negociados no mercado doméstico – organizado (BM&F) e de balcão (operações registradas na Central de Custódia e Liquidação de Títulos Privados Cetip) – e externo (em que são negociados os *Non Deliverable Forward – NDFs*⁹) tiveram um papel decisivo na apreciação cambial a partir de 2004. As posições dos investidores institucionais estrangeiros na BM&F concentraram-se em contratos curtos na ponta de venda, que realiza lucros na apreciação do real. Essas posições pressionaram para baixo a cotação do dólar no mercado futuro, abrindo espaço para operações de arbitragem: como o prêmio efetivo (diferencial de juros embutido no preço futuro) ficou menor do que o normal e a cotação à vista mais alta, a venda de dólar no mercado à vista e a compra no futuro tornou-se vantajosa.

9 O NDF é conceitualmente semelhante a uma simples operação de câmbio a termo em que as partes concordam com um montante principal, uma data e uma taxa de câmbio futura. A diferença é que não há transferência física do principal no vencimento. A liquidação financeira reflete a diferença entre a taxa de câmbio inicial e a constatada na data do vencimento e é realizada em dólar ou em outra divisa plenamente conversível.

Assim, como já anunciado na seção anterior, somente na fase de otimismo do ciclo de liquidez internacional, a combinação do ambiente de câmbio flutuante com o livre acesso dos investidores estrangeiros à BM&F (vigente desde 2000) resultou no aumento da liquidez e da profundidade desse mercado e, consequentemente, das oportunidades de arbitragem e especulação com a taxa de câmbio do real. As operações dos investidores estrangeiros nos mercados de câmbio à vista e futuro para usufruir o amplo diferencial de juros, em um contexto de queda dos riscos-país e cambial – também associada à evolução favorável da balança comercial – resultaram na intensificação da trajetória de apreciação do real ao longo do primeiro semestre de 2007 (ver gráfico 2). Essa trajetória, por sua vez, ampliou ainda mais a rentabilidade dessas operações, estimulando sua continuidade, em um processo de profecias autorrealizáveis (ver gráfico 9).

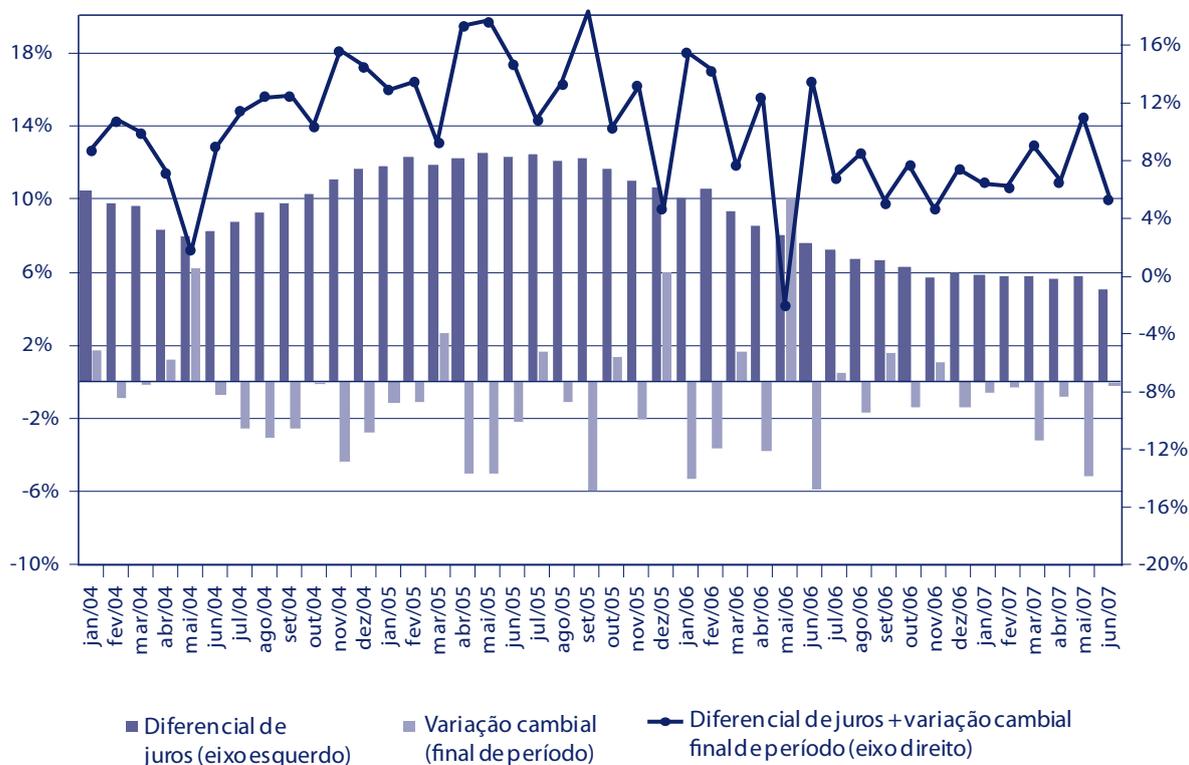


Gráfico 9: Diferencial de juros¹ e variação cambial

Fonte: Bacen, Federal Reserve e JP Morgan.

Elaboração: da autora.

Obs.: o diferencial de juros equivale à diferença entre a Selic neutra de arbitragem (*Fed Fund Rate* + risco Brasil) e a Taxa Selic.

Já no mercado de balcão, foram as empresas brasileiras, sobretudo exportadoras, que assumiram as posições vendidas nos contratos de derivativos cambiais no contexto de forte apreciação do real – em vários casos, em troca de juros mais baixos nas operações de crédito em reais. As posições das empresas – a

partir do fim de 2005, ou seja, no período de elevada liquidez e baixa aversão aos riscos dos investidores internacionais – adicionaram pressões em prol da apreciação do real, revelando a contradição entre a motivação microeconômica (procura de proteção e de ganhos especulativos por empresas exportadoras diante da perda de lucratividade das exportações devido à apreciação cambial) e o efeito macroeconômico dos contratos de derivativos. A existência desses contratos veio à tona quando, com a desvalorização da moeda brasileira, algumas empresas tornaram pública a existência de elevadíssimos prejuízos, como detalhado na próxima seção.

Nesse contexto de ampliação da oferta de divisas e forte apreciação cambial, associada à dinâmica dos mercados de câmbio à vista e futuro, o Bacen intensificou, no segmento à vista, suas intervenções, as quais conduziram as reservas internacionais brasileiras ao seu patamar recorde em junho (ver gráfico 4). Todavia, no primeiro semestre de 2007, assim como no biênio 2005-2006, a trajetória de apreciação do real persistiu inconteste. Uma possível resposta para essa aparente incógnita poderia ser buscada na institucionalidade do mercado à vista de câmbio brasileiro. Esse mercado, no entanto, não possuiu nenhuma singularidade em relação aos demais países emergentes (ver apêndice 2), que poderia colocar em xeque a eficácia das intervenções do Bacen. Assim como na maioria desses países predomina o método de transação via leilão eletrônico (*Clearing* da BM&F, instituída em 2006) ou por telefone, mediante os bancos *dealer's*, ou seja, os intermediários do Bacen no mercado interbancário. Na realidade, parte da explicação para a continuidade da apreciação do real, a despeito das compras de divisas pela autoridade monetária brasileira, deve ser buscada na sua estratégia de intervenção no mercado de câmbio à vista, que se subordina, por sua vez, aos objetivos do regime de câmbio flutuante no Brasil.

Como já destacado, esses objetivos coincidiram, de forma geral, com aqueles do regime de metas de inflação – estabilidade dos preços e do sistema financeiro –, aos quais se somou, a partir de 2004, o acúmulo de reservas internacionais. Ou seja, na fase de auge do ciclo de liquidez internacional, as intervenções do Bacen na ponta compradora do mercado de câmbio visaram a reconstituir um colchão de liquidez em moeda estrangeira e a reduzir a volatilidade cambial, sem procurar influenciar a tendência de apreciação do real – que se revelou fundamental para a eficácia da política de metas. Nesse contexto, o patamar da taxa de câmbio não constituiu uma meta da gestão cambial. A autoridade brasileira somente interveio, em algumas circunstâncias, para reduzir o ritmo dessa apreciação, adotando a estratégia *leaning against the wind*,¹⁰ já que mudanças abruptas desse patamar podem ampliar a incerteza, estimular movimentos especulativos e aumentar a volatilidade cambial.

Coerentemente com os seus objetivos macroeconômicos gerais e suas respectivas metas, o Bacen perseguiu uma estratégia, previamente anunciada aos bancos intermediários, de atuar no final do dia, antes do

10 A estratégia *leaning against the wind* consiste na atuação do Banco Central no sentido de evitar alta volatilidade cambial (ver apêndice 2).

fechamento do mercado, absorvendo as “sobras” de dólares aos preços vigentes no momento, sem procurar influenciar as cotações. Como destaca Archer (2005), é exatamente essa a estratégia recomendada quando a autoridade monetária não pretende influenciar o patamar de taxa de câmbio (ver apêndice 2).

Caso o Bacen tivesse adotado outra estratégia de intervenção no mercado de câmbio à vista, no que diz respeito aos volumes diários, ao *timing* e à transparência, a intensidade da apreciação do real poderia ter sido bem menor, mas não seria estancada. Defende-se, aqui, a hipótese de que uma mudança nessa estratégia somente reduziria essa intensidade, mas não seria suficiente para deter a tendência de valorização cambial por causa do contexto de ampla abertura financeira. Ademais, no caso da economia brasileira, nesse período, a impossibilidade de o Banco Central controlar, simultaneamente, a taxa de juros básica e a taxa de câmbio nominal nesse contexto foi levada ao limite por causa de duas especificidades.

A primeira especificidade consiste no alto custo fiscal das operações de esterilização, associado ao patamar da taxa de juros básica e ao elevado estoque da dívida mobiliária interna. A adoção de uma estratégia mais agressiva de compra de divisas – com o objetivo de influenciar a trajetória da taxa de câmbio – com esterilização parcial dos seus impactos monetários colocaria em risco a política de metas de inflação ancorada na manutenção de uma alta taxa de juros básica. A segunda (e principal) especificidade reside na existência de um mercado organizado de derivativos financeiros (BM&F) amplo e líquido, resultado da interação de dois fatores que se autoalimentaram na fase de auge do ciclo recente de liquidez: o maior grau de desenvolvimento desse mercado, relativamente aos demais países emergentes, associado ao contexto de alta inflação dos anos 1980; e o acesso sem restrições dos investidores estrangeiros à BM&F, a partir de 2000.

Uma breve comparação internacional elucida a dimensão relativa dessa bolsa e o tamanho das apostas de apreciação do real lideradas pelos investidores estrangeiros. Além de ocupar uma das primeiras posições no *ranking* das principais bolsas de derivativos mundiais, especificamente o 8º lugar no bimestre janeiro/fevereiro de 2007, e a segunda entre as bolsas emergentes – perdendo somente para a *Korea Exchange*, a bolsa da Coreia do Sul, na qual predominam as opções sobre o índice de ações –, o número de contratos negociados na BM&F registrou a maior taxa de crescimento entre os primeiros bimestres de 2006 e 2007 (ver tabela 4).

Se considerarmos somente os derivativos de câmbio vinculados ao real negociados na BM&F, estes ocupavam no primeiro bimestre de 2007 a posição recordista em termos de número de contratos negociados, não somente no âmbito dos mercados organizados dos países emergentes, mas também do segmento de derivativos de câmbio mundial (ver tabela 3) (JOHNSON, 2007). O número de contratos de câmbio negociados na BM&F correspondia a quase 25% do total de contratos de derivativos de câmbio negociados em mercados organizados neste bimestre (44,7 milhões, cifra 41,6% superior à registrada no mesmo bimestre do ano anterior). Esse número recorde também está relacionado ao fato de alguns investidores globais utilizarem

esses contratos como uma *proxy* de derivativos de moedas emergentes, que são altamente correlacionadas ao real – como a lira turca e o rand sul-africano –, mas não possuem mercados de derivativos organizados líquidos e profundos.

Assim, pode-se afirmar que a principal especificidade do mercado de câmbio brasileiro consiste na dimensão, na liquidez e na profundidade do seu segmento futuro, características intrinsecamente vinculadas ao livre acesso dos investidores estrangeiros a esse segmento, que intensificou os canais de transmissão entre as decisões de aplicação desses investidores, a taxa de juros e a taxa de câmbio nominal. Vale destacar que é exatamente esse livre acesso que viabiliza as operações de arbitragem entre as negociações nos mercados externo (NDFs) e interno (BM&F e Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados – Cetip) de derivativos de câmbio. Em outras palavras, por causa da inexistência de controles de capitais sobre as transações de não residentes no mercado organizado de derivativos, são criados “vasos comunicantes” entre esses dois mercados, que contribuem para manter a heterogeneidade de opiniões e, assim, ampliar os volumes negociados na BM&F, já que várias operações nessa bolsa são “espelhos” daquelas realizadas no mercado de NDF.

Essa especificidade do mercado de câmbio brasileiro condicionou, igualmente, a gestão da política cambial. Como já anunciado, a partir de fevereiro de 2005, o Bacen decidiu oferecer derivativos de câmbio, denominados *swaps* reversos. Esses instrumentos equivalem à compra de dólar no futuro e à venda de contratos DI, ou seja, são exatamente o reverso dos *swaps* ofertados nos momentos de depreciação do real, quando os investidores demandavam dólares em troca de reais (ver tabela 5).

Tabela 4: Operações de *swaps* do Bacen (dez.2003/jun.2007)

	Estoque de contratos		Proteção em DI	Exposição em dólar
	Vendidos	Comprados		
2003/dez	628.886	31.550	82.278	-82.278
2004/dez	305.040	–	38.343	-38.343
2005/dez	32.313	164.394	-14.845	14.845
2006/dez	3.350	260.374	-27.217	27.217
2007 jun	3.350	466.730	-42.436	42.436

Fonte: Bacen.
Elaboração: da autora.

Com as operações de *swaps* reversos, a autoridade monetária posicionou-se na ponta oposta aos investidores estrangeiros nos contratos de câmbio e de juros da BM&F, formando posições compradas em câmbio e vendidas em juros, com o objetivo de, respectivamente: i) atenuar a pressão de queda do preço do dólar no

futuro, ou seja, de apreciação do real; e ii) evitar a distorção na curva de juros provocada pela concentração dos investidores estrangeiros na ponta comprada dos contratos futuros de juros – que exercia pressão baixista sobre os juros futuros.

Da mesma forma que as intervenções no mercado de câmbio à vista, a oferta de *swaps* reversos provocou, somente, a redução da velocidade da apreciação do real, evitando a queda abrupta do preço do dólar futuro e, portanto, do dólar à vista. Dado o diferencial entre o juro interno efetivo e aquele que corresponderia à soma do risco-país com a taxa de juros de menor risco (a chamada “Selic neutra de arbitragem”), sem as intervenções do Bacen no mercado futuro, a taxa de câmbio se converteria na variável de ajuste e se apreciaria, de forma praticamente instantânea, na intensidade necessária para garantir a vigência da paridade coberta de juros, o que implicaria o fechamento da “janela da arbitragem”. Ao evitar a apreciação cambial nessa intensidade, as expectativas de apreciação do real persistiram e tornaram-se autorrealizáveis mediante as operações dos investidores estrangeiros nos mercados futuro e à vista, que persistiram ao longo do primeiro semestre de 2007 e mesmo após a eclosão da crise *subprime*, como destacado na próxima seção.

2.3

GESTÃO DO REGIME CAMBIAL BRASILEIRO NO CONTEXTO DA CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL

De julho de 2007 – quando eclodiu a crise no mercado americano de hipotecas *subprime* – a julho de 2008, o real manteve sua trajetória de apreciação, ocupando a primeira posição no *ranking* das moedas dos países emergentes que adotam regimes de flutuação suja que mais se valorizaram frente ao dólar.¹¹ Assim, nesse período, a gestão de política cambial seguiu o mesmo padrão observado na fase de alta do ciclo de liquidez internacional, detalhado no item anterior. No segmento à vista, o Bacen manteve uma presença ativa, adotando a mesma estratégia de absorver as “sobras” de dólares aos preços vigentes no mercado interbancário com o objetivo de constituir um colchão de liquidez em moeda estrangeira e reduzir a volatilidade cambial, sem procurar influenciar a tendência de apreciação do real; e, no segmento futuro, manteve a venda de *swaps* cambiais reversos.

A persistência do movimento da valorização da moeda brasileira, a despeito da deterioração do cenário financeiro internacional, decorreu da interação de um conjunto de fatores que resultaram na manutenção

11 Segundo dados da Bloomberg, considerando as cotações de fim de período, entre esses dois meses, a apreciação da moeda brasileira foi de 17%, frente aos 9,6% da nova lira turca, 8,6% do peso mexicano, 8,3% do rublo russo, 6% do ringgit malaio, 3,4% do peso chileno, 2,5% do peso argentino e 1,4% da rúpia indonésia. Já o baht tailandês, o won coreano e a rúpia indiana sofreram depreciação no período de, respectivamente, 11,5%, 9,9% e 5,3%. Na comparação com o euro, a apreciação do real foi de 5,2%, o que constitui adicional indicação de que a valorização da moeda brasileira não foi mero reflexo da depreciação da divisa-chave no mercado internacional, como argumentado por alguns analistas.

de um fluxo positivo de capitais para o país e blindaram o mercado de câmbio brasileiro do efeito contágio da crise até julho de 2008, entre os quais se sobressaem: i) a elevadíssima taxa básica de juros brasileira, cuja incontestável liderança no *ranking* mundial foi reforçada pelo aperto mais acentuado da política monetária brasileira do que nos demais países; ii) a forte alta dos preços das *commodities* (ver gráfico 10); e iii) a elevação da classificação do risco de crédito soberano do Brasil para “grau de investimento” pela agência internacional de *rating* Standard & Poors (S&P) seguida pela agência Fitch (PRATES; FARHI, 2009).

No caso dos fluxos financeiros (investimentos de portfólio e outros investimentos), no primeiro semestre de 2007 (período pré-crise), a trajetória desse ingresso foi ascendente, ancorada no forte crescimento dos investimentos de portfólio e dos outros investimentos, revelando uma “euforia”, característica dos momentos que antecedem a eclosão das bolhas. No segundo semestre, essa trajetória muda de direção e torna-se cadente. A entrada líquida de fluxos financeiros atinge seu piso em setembro (somente US\$ 994 milhões) e recupera-se ligeiramente no último trimestre do ano (ver gráfico 11).

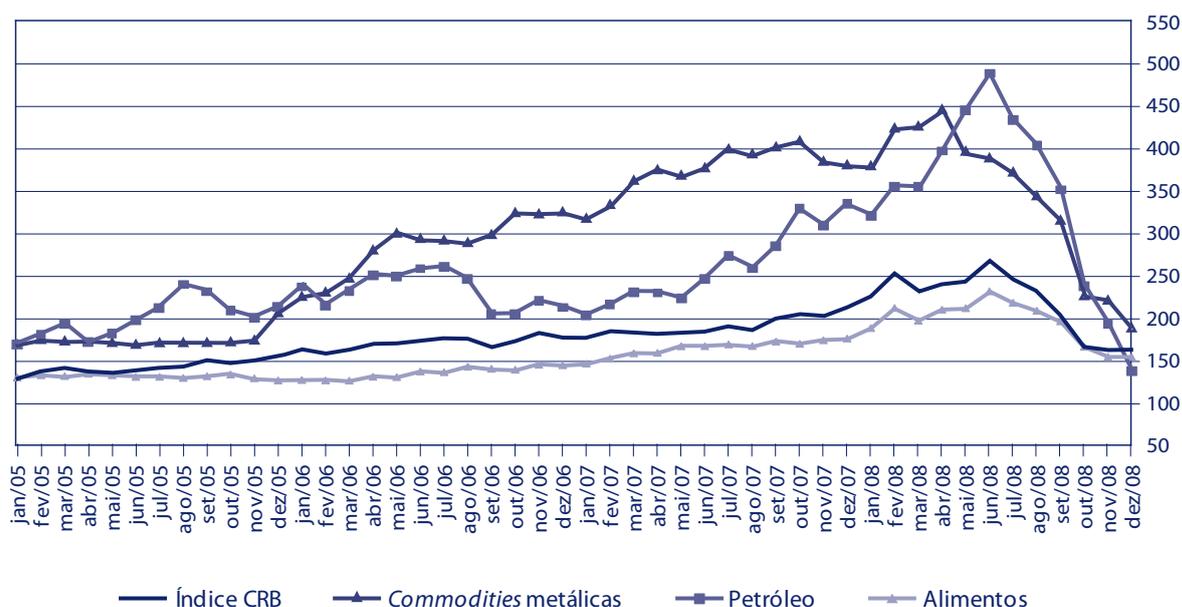


Gráfico 10: Evolução de preço das commodities primárias

Fonte: Commodity Research Bureau (CRB).
Elaboração: da autora.

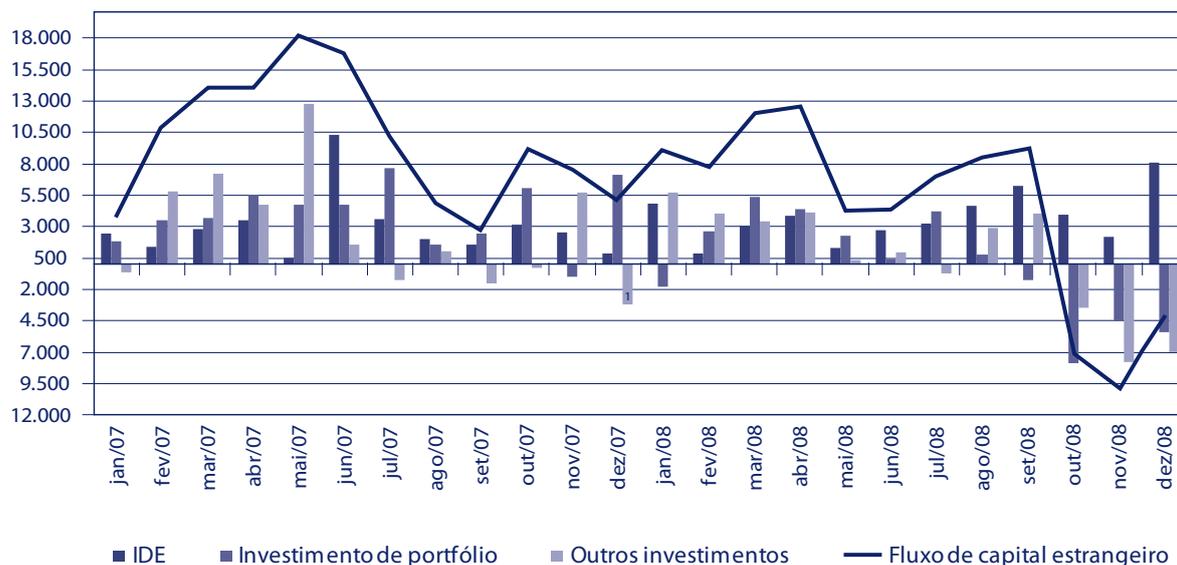


Gráfico 11: Fluxo de capital estrangeiro – principais modalidades
(US\$ milhões)

Fonte: Bacen.
Elaboração: da autora.

Nos primeiros oito meses de 2008, alguns fatores contribuíram para sustentar esses fluxos e, assim, amortecer o resultado anual desfavorável, associado, sobretudo, ao desempenho do quarto trimestre, quando o setor externo brasileiro é contaminado pelo efeito contágio da crise financeira internacional. Por um lado, os investimentos de portfólio em ações de empresas brasileiras (no país e no exterior) foram impulsionados por dois fatores mencionados anteriormente (a alta dos preços das *commodities* e a obtenção do “grau de investimento”). Por outro lado, as aplicações em títulos públicos de renda fixa no país foram estimuladas pelo aumento do diferencial entre os juros interno e externo, decorrente da alta da Taxa Selic, a partir de abril em um contexto de quedas sucessivas da taxa de juros americana. Nesse contexto, a alíquota de 1,5% do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre aplicações de não residentes em títulos públicos, que vigorou entre abril e 10 de outubro – quando essa alíquota foi reduzida a zero –, revelou-se insuficiente para reduzir a atratividade das aplicações em renda fixa (ver gráfico 11). Esse aumento estimulou, igualmente, as captações externas a curto prazo pelas empresas (na modalidade crédito comercial – fornecedores) e pelos bancos (mediante empréstimos e financiamentos a curto prazo) (ver gráfico 12).

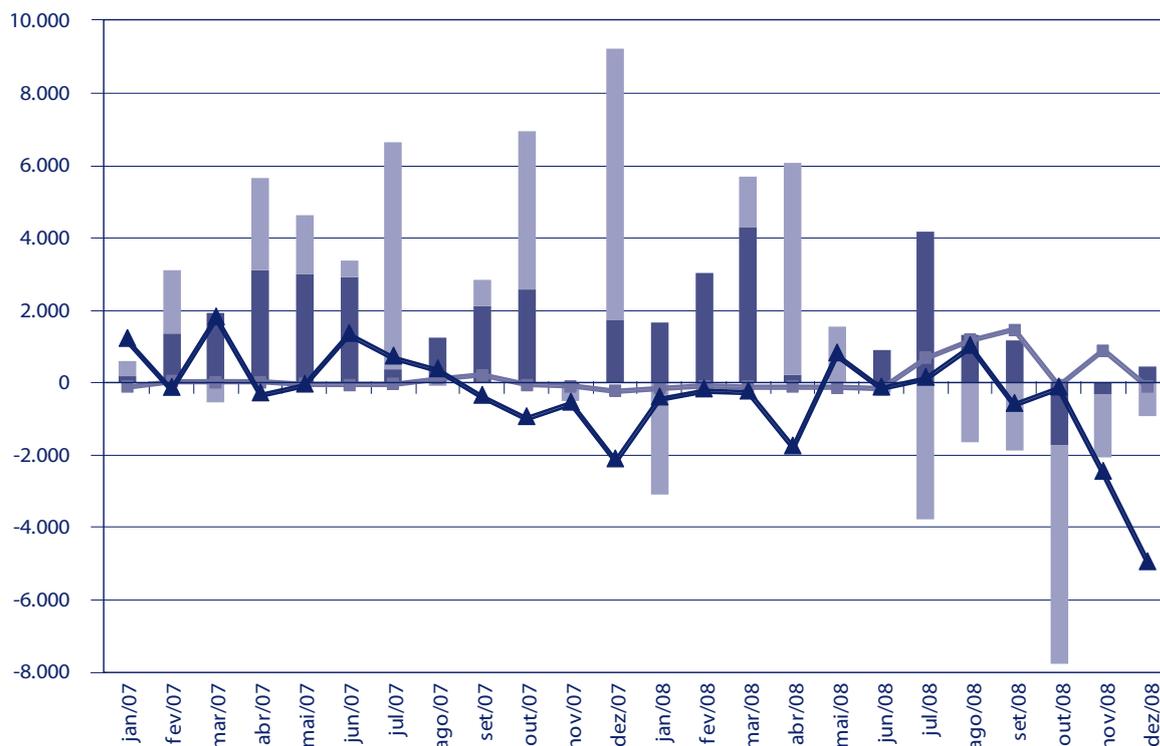


Gráfico 12: Investimento estrangeiro de portfólio
(US\$ milhões)

Fonte: Bacen.
Elaboração: da autora.

O desempenho do investimento direto estrangeiro (IDE) de janeiro a agosto foi ainda mais surpreendente, garantindo um resultado anual recorde em termos históricos de US\$ 45 bilhões em 2008 (ver gráfico 11). Os ingressos de IDE foram estimulados pelas perspectivas de lucro nos setores produtores de *commodities* – principalmente extrativa mineral e biocombustíveis – e nas indústrias baseadas em recursos naturais, como metalurgia e produtos alimentícios, dada a trajetória altista dos preços desses bens até meados de 2008, que constituiu, em certa medida, um dos efeitos colaterais da crise financeira internacional, bem como pelo maior dinamismo do mercado interno até o 3º trimestre, que favoreceu investimentos nas indústrias automobilística e de máquinas e equipamentos (UNCTAD, 2008).

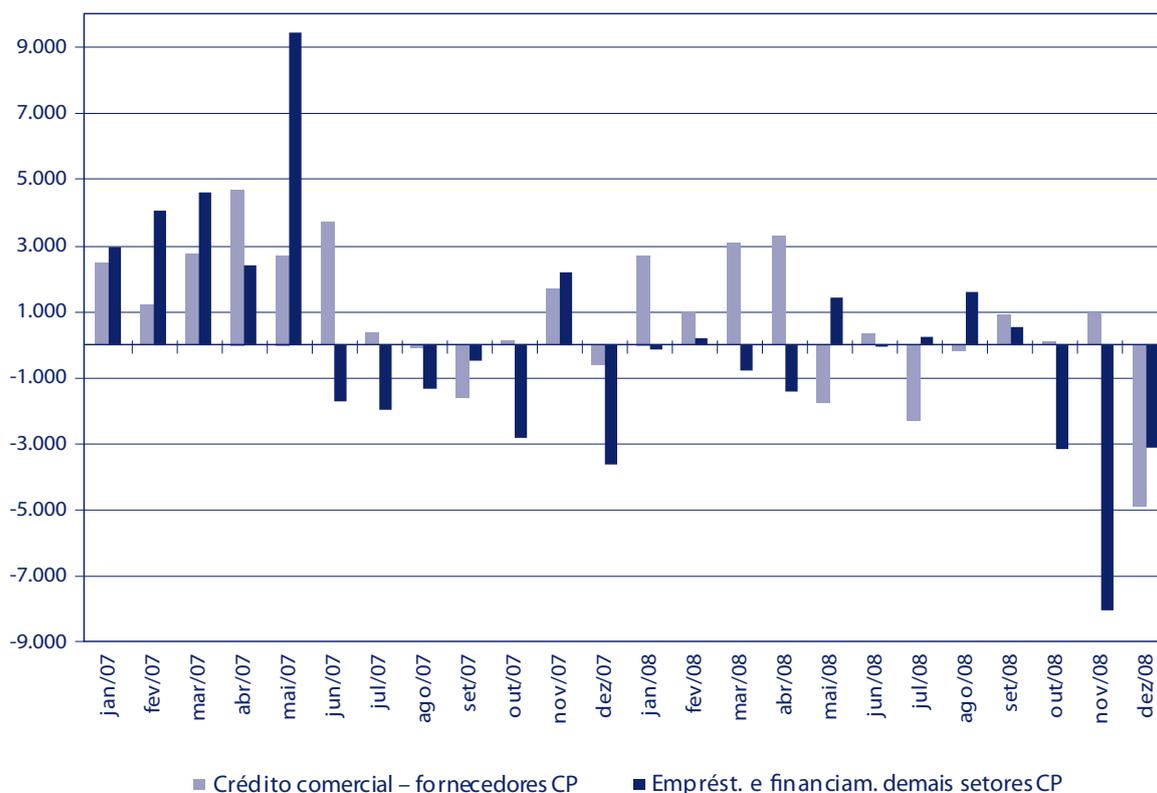


Gráfico 13: Outros investimentos estrangeiros. Modalidades a curto prazo
(US\$ milhões)

Fonte: Banco Central do Brasil.
Elaboração: da autora.

A partir de agosto de 2008, no entanto, o acirramento da crise financeira, que assumiu dimensões sistêmicas após a falência do Lehman Brothers (no dia 15 de setembro), provocou forte aumento da aversão ao risco dos investidores globais. Nesse contexto, os ativos e a moeda brasileira tornaram-se importantes alvos do movimento de desalavancagem global e de fuga para a qualidade dos investidores. O efeito contágio da crise contaminou as duas modalidades de fluxos financeiros, que se tornaram fortemente deficitárias no quarto trimestre do ano, por meio de dois principais canais de transmissão: a liquidação dos investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico e a contração dos créditos externos, inclusive daqueles direcionados ao comércio exterior. Somente os fluxos de IDE, que têm um comportamento menos volátil e mais inercial, em função das decisões pretéritas de produção e investimento, continuaram apresentando superávit (ver gráfico 11).

No caso dos investimentos estrangeiros de portfólio, o *timing* e a intensidade do efeito contágio da crise não foram homogêneos entre as suas quatro modalidades. Os investimentos em ações no país foram os primeiros a ser contaminados, tornando-se negativos a partir de julho – em função da vendas de ações, principalmente da Petrobras e da Vale do Rio Doce, diante das expectativas de queda dos preços das *commodities*

com o aprofundamento da crise, que se confirmaram (ver gráfico 10) –, mas registraram seu maior valor negativo em outubro (US\$ 6.066 milhões), quando o aumento da preferência pela liquidez e a necessidade de cobrir perdas em outros mercados resultaram em forte resgate das aplicações dos investidores estrangeiros na Bovespa (ver gráfico 13).

Já os investimentos em renda fixa no país permaneceram positivos entre janeiro e setembro (somando US\$ 16.843 milhões nesse período), atraídos pelo aumento do diferencial entre os juros internos e externos e pela tendência de apreciação do real até agosto (ver gráfico 14), tornando-se negativos somente em outubro e novembro, após a crise assumir dimensões sistêmicas. Em dezembro, contudo, eles voltam a apresentar ingresso líquido de recursos (de US\$ 462 milhões), possivelmente atraídos pelo patamar da taxa de juros brasileira (nominal e real), que mantinha sua liderança incontestemente no *ranking* mundial, vale lembrar que a maioria dos países emergentes iniciou o processo de flexibilização da sua política monetária no último trimestre de 2008, ao contrário do Brasil. Os títulos de renda fixa emitidos no exterior também foram contaminados somente no último trimestre do ano, em função da forte contração do crédito no mercado financeiro internacional. Diante da impossibilidade de rolagem desses títulos, empresas e bancos brasileiros foram forçados a quitar os papéis com vencimento no período – *notes*, *commercial papers* e títulos a curto prazo (ver gráfico 12).

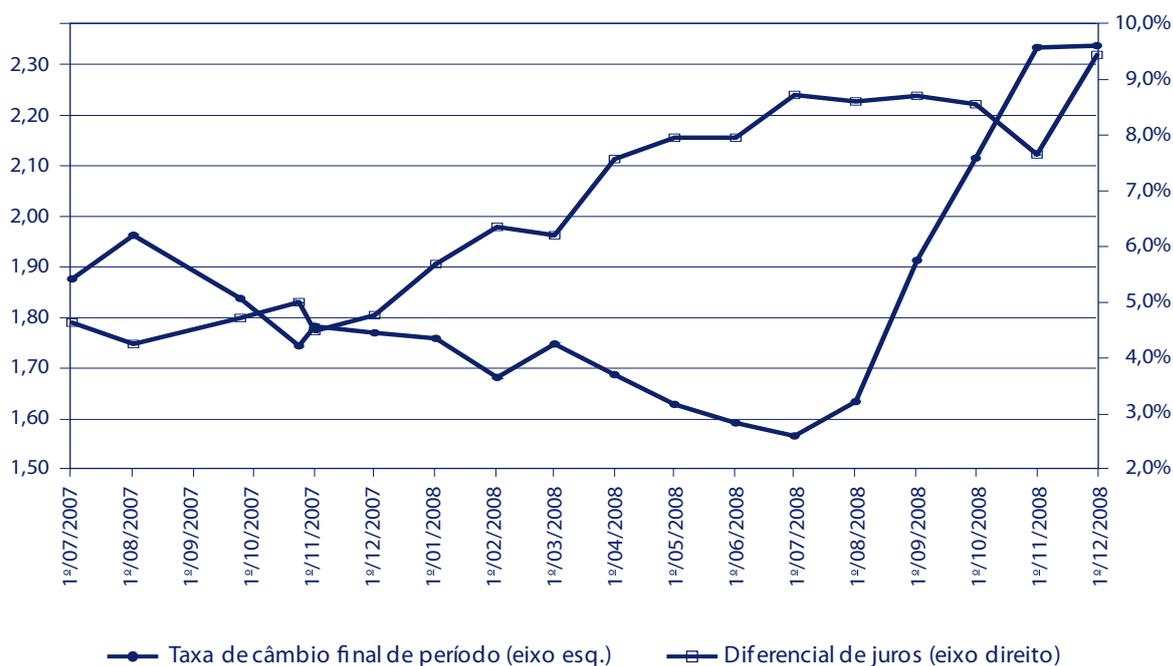


Gráfico 14: Diferencial de juros¹ e trajetória da taxa de câmbio do real²

Fonte: Bacen, Federal Reserve e JP Morgan.

Elaboração: da autora.

Nota: ¹ o diferencial de juros equivale à diferença entre a soma da *Fed Fund Rate* (taxa de juros básica dos Estados Unidos) e o risco Brasil e a Taxa selic (taxa de juros básica brasileira).

² queda significa apreciação.

O *credit crunch* nos três últimos meses de 2008 contagiou, igualmente, as demais formas de crédito externo, inclusive as direcionadas ao comércio exterior, registradas na subconta “Outros investimentos”. O impacto foi mais forte na modalidade “Empréstimos e financiamentos – demais setores a curto prazo”, que registrou um déficit de US\$ 14,25 bilhões no quarto trimestre, pior resultado em termos trimestrais da série histórica do Bacen (que se inicia em 1979), associado à impossibilidade de renovação dessas linhas. Já a modalidade “Crédito comercial – fornecedores a curto prazo” tornou-se deficitária somente em dezembro, quando apresentou saldo negativo de US\$ 4,8 bilhões, uma vez que os fornecedores no exterior foram igualmente afetados pelo congelamento do mercado internacional de crédito (ver gráfico 13).

A retração dos fluxos de capitais para o país também transparece no movimento do câmbio contratado (ver gráfico 15), que, ao contrário do balanço de pagamentos – que reflete as transações efetivamente liquidadas – registra, como o próprio nome indica, a contratação de câmbio vinculada às operações comerciais e financeiras – essas últimas incluem, além do ingresso líquido de recursos externos, as rendas de investimento, ou seja, as remessas de juros, lucros e dividendos, o que explica os déficits entre maio e junho.

O aprofundamento da crise financeira internacional contaminou os dois segmentos do mercado primário de câmbio, tornando o seu saldo líquido negativo em US\$ 13.961 milhões no quarto trimestre de 2008, contra um superávit de US\$ 17.188 milhões de janeiro e setembro. No caso do segmento comercial, o contágio da crise ocorreu por dois mecanismos: por um lado, pela contração dos créditos comerciais que atingiu, principalmente, a contratação de câmbio de exportação nas modalidades adiantamento sobre contrato de câmbio (ACCs) e pagamento antecipado de exportação (PA); por outro lado, pela retração da demanda externa, associada à forte desaceleração econômica nos países desenvolvidos, e em alguns emergentes, no segundo semestre de 2008, que se refletiu no recuo da modalidade “Exportação demais”. Já o déficit no segmento financeiro decorreu, principalmente, da saída líquida de fluxos de capitais, mas também do aumento das remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas e dos bancos internacionais para suas matrizes com o objetivo seja de compensar perdas em outros mercados, seja de atender a necessidade de “caixa” no exterior, dada a dificuldade de renovação das linhas de créditos (ver gráfico 15).

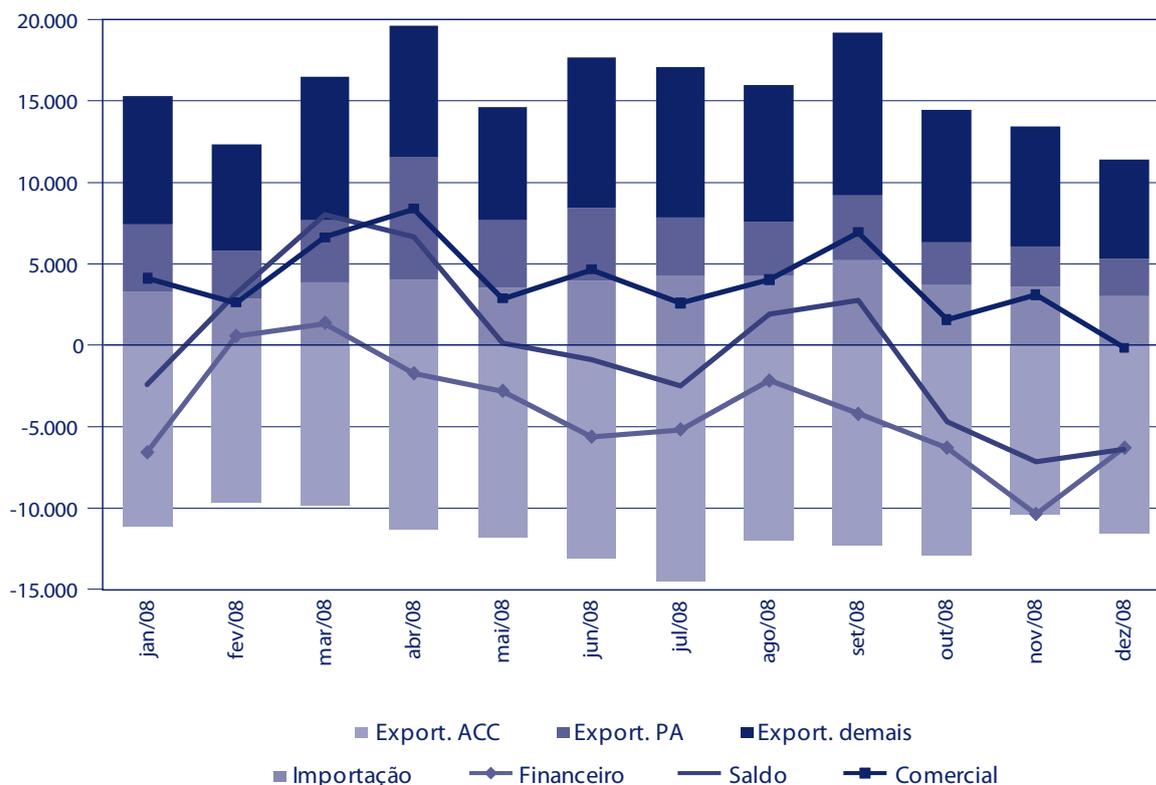


Gráfico 15: Movimento de câmbio contratado
(US\$ milhões)

Fonte: Bacen.
Elaboração: da autora.

O forte déficit no movimento de câmbio contratado foi um dos determinantes da depreciação do real a partir de setembro (ver gráfico 14), ao lado das operações com derivativos vinculados à taxa de câmbio do real. A partir de agosto, os investidores estrangeiros assumiram, novamente, posições compradas nos contratos futuros da BM&F, exercendo pressões em prol da depreciação do real. Essas pressões intensificaram-se com a desmontagem dos complexos contratos de derivativos cambiais de balcão no mercado doméstico e internacional realizados pelas empresas que haviam se posicionado na ponta vendida no período de forte apreciação do real, como mencionado na seção anterior. Como mostra o gráfico 16, é possível identificar dois períodos de aumento mais expressivo das posições: o primeiro ocorreu no fim de 2005 e em 2006; o segundo inicia-se no fim de 2007, quando a crise financeira internacional já tinha eclodido, e acentua-se a partir de agosto de 2008. Já na BM&F, as posições líquidas das empresas, ou seja, das pessoas jurídicas não financeiras, elevaram-se após agosto de 2008, mas permaneceram em um patamar muito baixo.

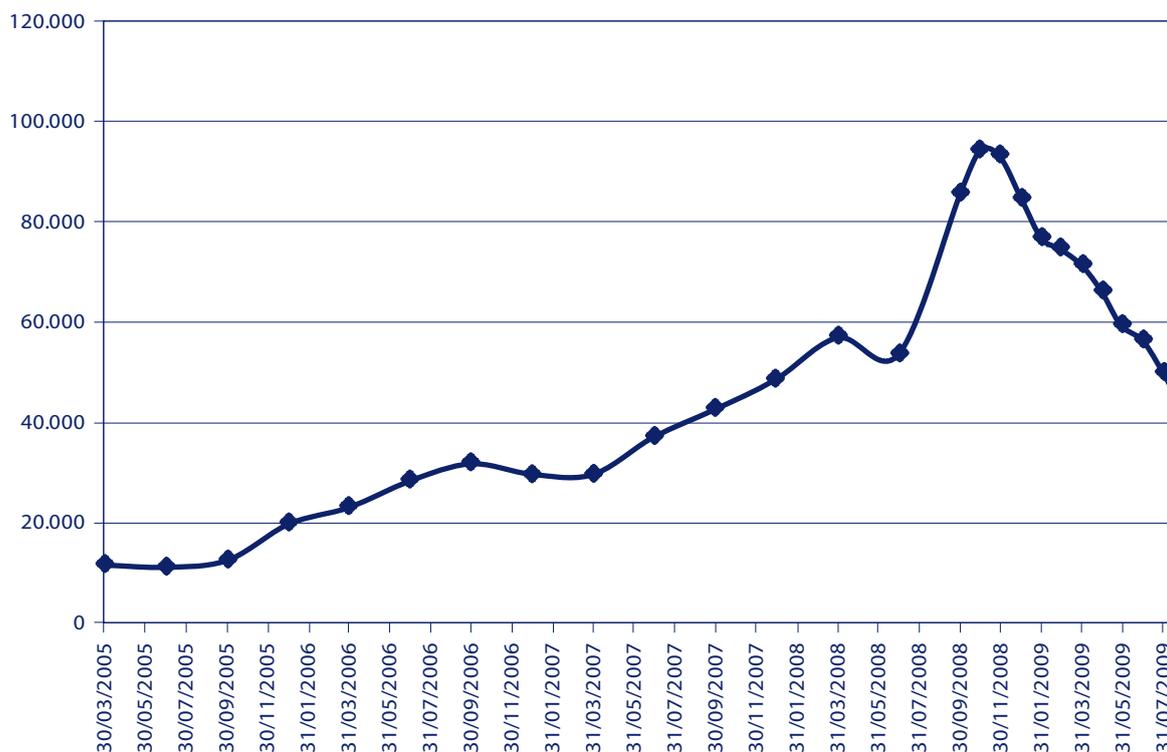


Gráfico 16: Contratos a termo R\$/US\$ – volume financeiro
(US\$ milhões)

Fonte: Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados (Cetip).
Elaboração: da autora.

Com a depreciação, as empresas incorreram em elevados prejuízos¹² – que atingiram, por exemplo, R\$ 750 milhões no caso da Sadia e R\$ 1,95 bilhões no da Aracruz – e passaram a realizar “contratos-espelho” com os bancos no mercado de balcão, nos quais assumiram posições compradas em um mesmo montante e data de vencimento para anular o contrato original. Isto porque, enquanto na BM&F, a posição original é liquidada quando o agente realiza uma operação contrária – e, assim, não aparece mais nas posições em aberto –, as liquidações na Cetip, como nos demais mercados de balcão, envolvem, geralmente, a realização de uma operação idêntica à original, mas com os “sinais trocados”. Assim, essas operações são contadas duas vezes, uma referente à posição original e outra, à sua liquidação antecipada, até o vencimento (PRATES; FARHI, 2009). Ou seja, o forte crescimento do volume financeiro dos contratos a termo

12 As empresas mexicanas e coreanas também realizaram operações com derivativos cambiais em um contexto de perda de competitividade das exportações. Todavia, ao contrário do mercado brasileiro, os mercados de derivativos cambiais na Coreia do Sul e no México são *deliverable*, ou seja, as perdas ou os ganhos com as operações são liquidadas em dólares, como na maioria dos países – o que reforça a demanda por moeda estrangeira em momentos de depreciação cambial.



de dólares entre meados de setembro e o fim de outubro reflete as “operações-espelho” realizadas pelas empresas. Em contrapartida, os bancos – que se posicionaram, dessa vez, na ponta vendida no mercado de balcão –, para proteger-se do risco cambial, já que estão sujeitos a limites prudenciais, ampliaram suas posições compradas na BM&F.¹³

Esses “contratos-espelho”, por sua vez, reforçaram a depreciação do real, criando um círculo vicioso. Em relação ao volume total envolvido, não há informações sobre as operações realizadas no mercado internacional – em que são negociados os NDF vinculados ao real (ver nota 9) –, em que não há registro das transações. Já os contratos firmados no Brasil, que são registrados na Cetip, somavam aproximadamente US\$ 94 bilhões em fins de outubro de 2008 (ver gráfico 16).

Nesse contexto, o Bacen procurou atenuar a escassez de liquidez em moeda estrangeira mediante, em um primeiro momento, uma nova modalidade de intervenção instituída em setembro, os leilões de dólares com compromisso de recompra. Naquele momento, o Bacen ainda não tinha conhecimento da gravidade do efeito contágio – associado à desmontagem das operações nos mercados de derivativos – e, com isso, foi excessivamente cauteloso na utilização das reservas cambiais.

Somente em outubro, o Bacen retomou as vendas convencionais de divisas, que não atingiram volumes expressivos, e também passou a realizar empréstimos em moeda estrangeira a partir das reservas internacionais, destinadas ao financiamento do comércio exterior (ver gráfico 17). É possível levantar a hipótese de que a autoridade monetária brasileira, assim como os bancos centrais de outros países latino-americanos – que historicamente conviveram com elevada vulnerabilidade externa – tiveram maior receio, relativamente aos asiáticos, de abrir mão do seu “colchão de segurança” em moeda estrangeira, constituído durante a fase de alta dos preços das *commodities* (2003 a meados de 2008).

13 É importante mencionar que as posições dos bancos nos contratos de câmbio da BM&F também estão associadas às suas posições abertas no mercado de câmbio à vista e a operações de arbitragem de juros. Por essa razão, na maioria das vezes, os bancos encontram-se na ponta contrária dos investidores estrangeiros na BM&F e, quando estão comprados no mercado à vista, estão vendidos na BM&F e vice-versa.

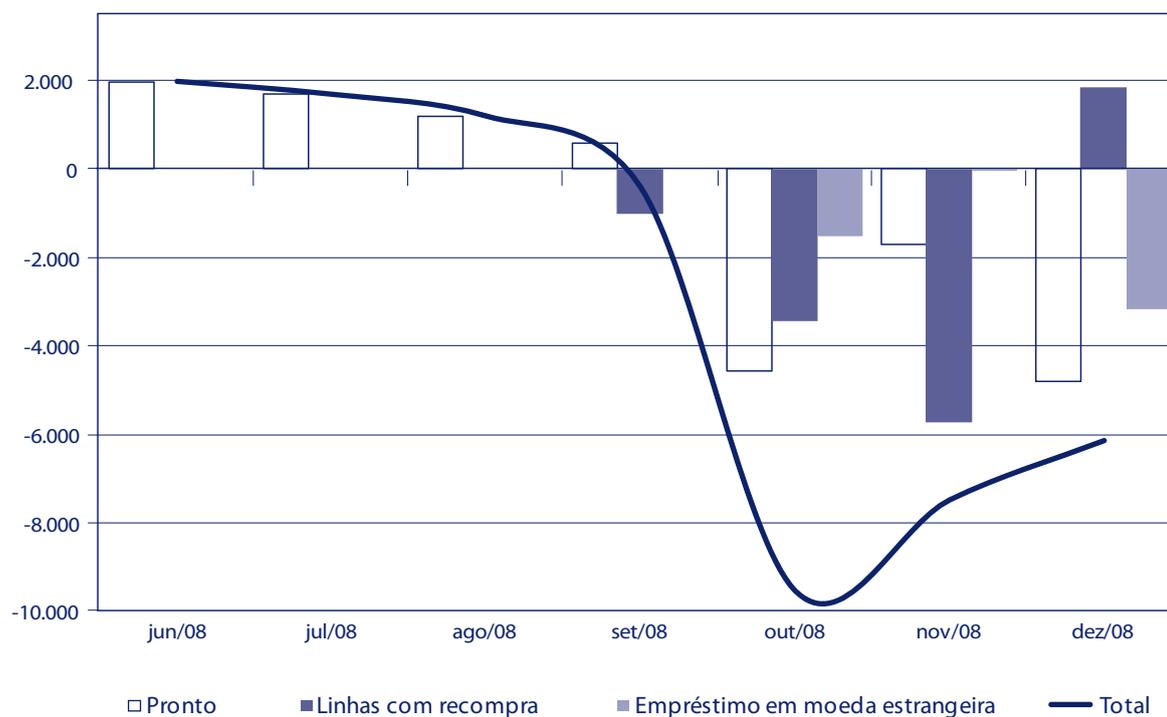


Gráfico 17: Intervenções do Bacen
(US\$ milhões)

Fonte: Bacen.
Elaboração: da autora.

Além das operações no mercado à vista, que somaram US\$ 23.523 bilhões entre setembro e dezembro, em setembro, o Bacen interrompeu a rolagem dos contratos de *swaps* reversos e no início de outubro voltou a realizar leilões de contratos de *swaps* cambiais, nos quais assume posição passiva em dólar, ou seja, a posição contrária à desejada pelos investidores estrangeiros e empresas não financeiras. Porém, a atuação do Bacen nos segmentos à vista e futuro do mercado de câmbio não foi suficiente para conter a depreciação do real, de 27,25% entre 15 de setembro e 31 de dezembro de 2008, a quinta maior em uma amostra de 30 países emergentes, atrás somente da Ucrânia, do México, da Rússia e da Turquia, cujas moedas sofreram depreciações de, respectivamente, 68%, 32%, 32% e 28%.

CONCLUSÃO

A economia brasileira, bem como os demais países periféricos, vulneráveis a paradas súbitas ou a ingressos excessivos de fluxos de capitais a curto prazo, depara-se, na realidade, com uma “dualidade impossível”: o contexto de livre mobilidade de capitais implica perda de autonomia de política econômica, independentemente do regime cambial adotado,¹⁴ pois um regime cambial de flutuação pura, além de não levar ao ajustamento automático dos balanços de pagamentos, acentua a inter-relação entre taxa de juros e taxa de câmbio e a influência das decisões de portfólio dos investidores globais sobre esses preços-chave. Em contrapartida, as economias que mantêm algum grau de controle sobre os fluxos de capitais conseguem, pelo menos parcialmente, insular suas políticas monetária e cambial dos efeitos desses ciclos.

No período analisado, a inter-relação entre as taxas de juros e de câmbio, inerente ao ambiente de ampla mobilidade de capitais, manifestou-se de forma diferenciada, dependendo da fase do ciclo de liquidez internacional. Enquanto no quadriênio 1999-2002, em um contexto de escassez de recursos externos, foram os movimentos da taxa de câmbio que ditaram aqueles da taxa de juros básica – devido aos efeitos deletérios da desvalorização cambial sobre a inflação e sobre a situação patrimonial dos agentes com dívidas em (ou denominada em) moeda estrangeira. De 2003 a julho de 2008, foram os movimentos dos juros que passaram a condicionar a trajetória da taxa de câmbio.

Nesse último período e, especialmente, após dezembro de 2004, quando a autoridade monetária retoma suas intervenções no mercado de câmbio, sua atuação na ponta compradora dos seus dois segmentos – à vista e futuro – somente logrou reduzir o ritmo de apreciação do real. A trajetória da Taxa Selic – que se manteve persistentemente acima do patamar da “Selic neutra da arbitragem” – condicionou, de forma decisiva, os movimentos da Taxa de Câmbio Nominal. Dado o contexto de ampla mobilidade de capitais e existência de mercados de derivativos financeiros amplos e líquidos, a autoridade monetária brasileira não seria capaz de determinar, simultaneamente, as taxas de juros e de câmbio. Ao optar pela adoção de uma gestão monetária restritiva para garantir a eficácia da política de metas de inflação, o Bacen abriu mão, simultaneamente, de qualquer meta relativa à taxa de câmbio nominal, que se tornou a variável determinada do sistema e, ao mesmo tempo, o instrumento central para sua eficácia. Nesse período de abundância de liquidez externa e apreciação do real, o elevado coeficiente de repasse vigente na economia brasileira tornou-se um “aliado” dessa política, dados os efeitos benéficos dessa apreciação sobre a inflação interna.

¹⁴ Vale lembrar que, de acordo com o enunciado da “trindade impossível”, um regime de câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais garantiria plena autonomia da política monetária.

Assim, do nosso ponto de vista, não se pode afirmar que a política cambial foi ineficaz nesse período. O Bacen não somente tinha plena consciência do papel da apreciação do real para o cumprimento das rígidas metas de inflação, mas a induziu mediante a condução de uma política monetária restritiva, sob o argumento de supostas pressões de demanda. As intervenções tiveram como objetivos conter a volatilidade no mercado de câmbio, bem como acumular reservas – seja para ampliar o “colchão de segurança” frente a choques externos, seja para contribuir para a melhora do *rating* externo do país – e ambos foram alcançados com relativo êxito. Contudo, ao negligenciar o patamar da taxa de câmbio como meta de política após 2003, a gestão cambial abriu mão de defender a competitividade externa das exportações, o que pode colocar em risco os superávits comerciais, fundamentais para a redução de forma permanente e sustentável da vulnerabilidade externa do país.

Finalmente, é importante tecer alguns comentários sobre os dilemas da gestão do regime de câmbio flutuante após o efeito contágio da crise financeira internacional. A experiência do Brasil, assim como do México e da Coreia do Sul, revelou que em um contexto de ampla abertura financeira a adoção de políticas macroeconômicas prudentes e o acúmulo de volumes expressivos de reservas cambiais não são suficientes para imunizar suas economias e respectivas moedas dos riscos sistêmicos intrínsecos à globalização financeira. Nas posições de destaque no *ranking* das moedas que mais perderam valor no último trimestre de 2008, despontam países com elevados déficits em transações correntes (como Turquia e África do Sul), mas também economias com superávits em transações correntes (ou pequenos déficits) e volumes expressivos de reservas internacionais, que absorveram montantes expressivos de recursos a curto prazo, como os três países já mencionados.

Brasil, México e Coreia do Sul adotaram após as respectivas crises cambiais dos anos 1990 a mesma combinação de política macroeconômica – regimes cambiais de flutuação suja e metas de inflação – e aprofundaram sua integração financeira com o exterior. O maior risco cambial, associado ao aumento da participação de investidores externos, resultou no aprofundamento (aumento da liquidez e dos volumes negociados) dos respectivos mercados de derivativos financeiros, seja organizados, seja de balcão. A presença de bancos estrangeiros – elevada no caso do México e relevante nos casos do Brasil e da Coreia – também contribuiu para esse aprofundamento, na medida em que essas instituições têm experiência na montagem de operações com esses instrumentos nos mercados domésticos e estrangeiros. Outro denominador comum das experiências brasileira, mexicana e coreana foi a combinação de preços-chave vigente nos últimos anos. Diante do aumento das pressões inflacionárias associadas à alta dos preços das *commodities*, a adoção de políticas monetárias com viés restritivo e a apreciação cambial foram os mecanismos utilizados para lograr o cumprimento das metas de inflação.

Apesar das diferenças de intensidade – ambos os mecanismos foram levados ao limite no caso brasileiro –, nos três países essa combinação gerou não somente distorções macroeconômicas (deterioração do

resultado em transações correntes), mas também microeconômicas. Isto porque, a perda de competitividade das exportações induziu a busca de *hedge* e/ou de ganhos especulativos, exatamente para atenuar essa perda, pelas empresas exportadoras mediante operações com derivativos vinculados à taxa de câmbio. Nos três casos, predominaram complexos contratos de balcão, introduzidos pelos bancos estrangeiros e rapidamente mimetizados pelas instituições domésticas.

Tanto a capacidade limitada do colchão de reservas de imunizar a economia brasileira contra o contágio da crise sistêmica (associada ao receio de uma perda súbita de reservas pelo Bacen, ao desconhecimento da gravidade da crise, bem como a dimensão das posições especulativas dos investidores estrangeiros nos mercados à vista e futuro), bem como os efeitos potencialmente deletérios da trajetória de apreciação do real (dimensão macroeconômica – manutenção do superávit em transações correntes – e microeconômica – montagem de estratégias de proteção e atenuação das perdas pelas empresas exportadoras) tornam premente a retomada da discussão sobre a importância da manutenção de uma taxa de câmbio competitiva e o papel das técnicas de gestão dos fluxos de capitais. Como destacam Greenville (2000), Mohanty e Scatigna (2005), essas técnicas ampliam o raio de manobra da política cambial nos países emergentes que adotam regimes de flutuação suja, ao contribuírem no sentido de conter fluxos de capitais especulativos e o endividamento externo dos bancos e, assim, o risco de descasamento de moeda dos agentes residentes.

REFERÊNCIA

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

AKYÜZ, Y. Financial liberalization: the key issues. UNCTAD **Discussion Papers**, n. 56, Genebra, 2003.

ARCHER, D. Foreign exchange market intervention: methods and tactics. BIS. Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications. **BIS Papers**, Basle, n. 24, Bank of International Settlement, may, 2005.

BACEN. **Relatório Anual, 2007**. 2008. Disponível em: www.bcb.gov.br.

_____. **Relatório Anual, 2004**. 2005. Disponível em: www.bcb.gov.br.

_____. **Relatório Anual, 2003**. 2004. Disponível em: www.bcb.gov.br.

_____. **Relatório Anual, 2000**. 2001. Disponível em: www.bcb.gov.br.

_____. **Comunicado nº 6.565**, de 18/1/2000. Disponível em: www.bcb.gov.br

BIS. Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications. **BIS Papers**, Basle, n. 24, Bank of International Settlement, may, 2005a

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

_____. **Quartely Review**. Basel: Bank of Internacional Settlement, december, 2008. Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

BRANDIMARTE, V.; BALARIN, R.; BAUTZER, T. Perdas de empresas com derivativos geram temor sobre saúde de bancos. **Valor Econômico**, 8 out. 2008. p. C1.

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

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

COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE (CEPAL). **La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional**: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 31 de mayo de 2009. Santiago de Chile: Naciones Unidas, junio 2009. Disponível em: <<http://www.eclac.org>>.

CARVALHO, F. J. C.; SICSÚ, J. Controvérsias recentes sobre controle de capitais. **Revista de Economia Política**, v. 24, n. 2 (94), p. 163-182, abr./jun. 2004.

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

DISYATAT, P.; GALATI, G. The effectiveness of foreign Exchange intervention in emerging market countries. BIS. Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications. **BIS Papers**, Basle, n. 24, Bank of International Settlement, may, 2005..

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. **An essay on the revived Bretton Woods System**. Cambridge, MA.: National Bureau of Economic Research, 2003 (NBER Working Paper, n. 9.971).

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

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

_____. **O futuro no presente**: um estudo dos mercados de derivativos financeiros. Tese (Doutorado em Economia)—Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1998.

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

GREENVILLE, S. Exchange rate regimes for emerging markets **BIS Review**, n. 97, 2000.

HO, C.; McCAULEY, R. **Living with flexible exchange rate**: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies. Basle: Bank of International Settlements, Feb., 2003 (**BIS Working Paper**).

HOLUB, T. Foreign exchange interventions under inflation target: the Czech experience. **Czech National Bank Internal Research and Policy Note**, n. 1, January, 2004.

IMF. **World Economic Outlook**, April 2009. Caps. 2 e 4. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

JARA, A.; MORENO, R.; TOVAR, C. E. The global crisis and Latin America: financial impact and policy responses. **BIS Quarterly Review**, p. 53-68, June 2008,. Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

JOHNSON, C. Trading Volume: strong start to 2007 in most markets, **Futures Industry Magazine**, may-june, 2007.

JURGENSEN, P. **Report of the working group on foreign exchange market intervention**. Washington D.C: US Treasury Department, 1983.

KING, M. R. Effective foreign exchange intervention: matching strategies with objectives, **Journal of International Finance**, v. 6, n. 2, p. 247-69, 2003.

KREGEL, J. **Financial flows and international imbalances**: the role of catching-up by late industrializing developing countries. Levy Economics Institute, feb., 2008 (Working Paper, n. 528).

LUCCHESI, C.; BALARIN, R.; VALENTI, G. Alavancagem de empresas puxa dólar a R\$ 2,311, **Valor Econômico**, p. C18, out. 2008.

MA, G.; HO, C.; McCAULEY, R. The markets for non-deliverable forwards in Asian currencies. In: **BIS Quarterly Review**, Basle, Bank of International Settlement, june, 2004.

MIHALIJEK, D. Survey of central banks views on effects of intervention. BIS. Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications. **BIS Papers**, Basle, n. 24, Bank of International Settlement, may, 2005.

MOGANTY, M. S.; TURNER, P. Intervention: what are the domestic consequences? BIS. Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications. **BIS Papers**, Basle, n. 24, Bank of International Settlement, May, 2005.

MOHANTY, M. S.; SCATIGNA, M. Has globalisation reduced monetary policy independence? BIS. Globalisation and monetary policy in emerging markets **BIS Papers**, Basle, n. 23, Bank of International Settlement, may, 2005.

MORENO, R. Motives for intervention. BIS. Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications. **BIS Papers**, Basle, n. 24, Bank of International Settlement, may, 2005.

MOSER-BOEHM, P. Governance aspects of foreign exchange interventions. BIS. Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications. **BIS Papers**, Basle, n. 24, Bank of International Settlement, may, 2005.

MUNDELL, R. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. **The Canadian Journal of Economics and Policy science**, v. 29, n. 4, p. 475- 485, 1963.

OCAMPO, J. A. **Developing countries' anti-ciclycal policies in a globalized world**. Santiago, Chile: Cepal. 2000. (Serie Temas de Coyuntura).

PIRES DE SOUZA, F. E.; HOFF, C. R. O regime cambial brasileiro: 7 anos de flutuação. In: BERLINSKI, J. et al. **15 anos de Mercosur: comercio, macroeconomia e inversiones extranjeras**, 2006.

PRATES, D. M., FARHI, Maryse. **A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real**, 2009. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp (Texto para Discussão n. 164).

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

RODRIK, D. **The social cost o foreign exchange reserves**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2006 (Working Paper, n. 11.952) Disponível em: <www.nber.org/papers/w11952>.

ROMERO, C; RIBEIRO, A. Os bastidores da crise. **Valor Econômico**, 13, 14 e 15 nov. 2009 (**Caderno Eu e fim de semana**, p. 6-15).

ROMERO, C. BC avalia o tamanho do estrago com câmbio. **Valor Econômico**, p. A2, 15 out. 2008.

SIDAOU, J. J. Policies for international reserve accumulation under a floating exchange rate regime: the experience of México (1995-2003). BIS. Globalisation and monetary policy in emerging markets. **BIS Papers**, Basle, n. 23, Bank of International Settlement, May, 2005.

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

UNCTAD. **World Investment Report**. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development, 2008. Disponível em: <<http://www.unctad.org>>.

UNCTAD. **Trade and Development Report**, Sept., 2009. Disponível em: <<http://www.unctad.org>>.

_____. **Trade and Development Report**, Sept., 2008. Disponível em: <<http://www.unctad.org>>.

_____. **Trade and Development Report**. Geneve: United Nation for Trade and Development, 2002.

UNITED NATIONS. **World Economic Situations and Prospects**. New York: United Nations, 2009. Disponível em: <<http://www.un.org>>.

APÊNDICE 1

OBJETIVOS, ESTRATÉGIAS E CONSEQUÊNCIAS DA POLÍTICA CAMBIAL

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

Tanto os objetivos e as metas quanto a estratégia e a eficácia da intervenção no mercado de câmbio dependem de dois conjuntos de fatores. O primeiro conjunto inclui os condicionantes estruturais, entre os quais o estágio de desenvolvimento econômico, as características dos mercados financeiros domésticos e o grau de abertura financeira. No caso dos países emergentes, emissores de moedas não conversíveis – ou seja, que não exercem em âmbito internacional as três funções da moeda, quais sejam, unidade de conta, meio de troca e reserva de valor –, esse grau constitui um condicionante fundamental da política cambial, como já destacado. O segundo conjunto de fatores consiste nos condicionantes conjunturais ou macroeconômicos, que incluem, além da situação do balanço de pagamentos, o grau de *repassé* das variações cambiais aos preços e de descasamento da moeda, estruturalmente mais elevados nesses países (MORENO, 2005).

Em relação às metas da política cambial, destacam-se: a influência sobre o patamar da taxa de câmbio; a redução da volatilidade cambial; e o acúmulo de reservas. A seleção dos indicadores monitorados também é condicionada pelos objetivos macroeconômicos. Por exemplo, no âmbito de um regime de câmbio flutuante, se a principal meta de política é o controle da inflação, o repasse das variações cambiais para os preços internos é relevante e a evolução da taxa de câmbio será monitorada para prevenir mudanças

abruptas e reduzir a volatilidade. O quadro 1 consolida as múltiplas relações entre os objetivos macroeconômicos, as metas (ou objetivos específicos) e os indicadores monitorados.

Enquanto a perseguição de um patamar para a taxa de câmbio subordina-se ao objetivo de manutenção da competitividade externa e à promoção do crescimento econômico sustentável – dado o papel essencial das exportações para esse crescimento, especialmente no caso dos países emergentes –,¹⁵ nos países no qual o controle da inflação e/ou a prevenção de instabilidades nos mercados de câmbio e financeiros constituem as prioridades da política cambial, mudanças abruptas desse patamar são indesejáveis, em função dos seus efeitos deletérios sobre inflação e/ou sobre a situação financeira dos agentes residentes com dívidas em – ou denominadas em – moeda estrangeira.

Quadro 1: Taxonomia da política cambial

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

Fonte: elaboração da autora a partir de Moreno (2005).

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

A redução da volatilidade cambial está associada aos três objetivos macroeconômicos gerais, destacados anteriormente: essa meta pode se revelar importante para o controle da inflação, para a manutenção da competitividade externa, bem como para a preservação da estabilidade macroeconômica ou financeira.

¹⁵ Alguns países asiáticos continuam perseguindo esse objetivo macroeconômico, mesmo após as crises financeiras de 1997, no âmbito de uma estratégia mais geral de desenvolvimento ancorada no círculo virtuoso entre exportações de manufaturados e aumento do valor agregado e da produtividade na indústria. Para maiores detalhes sobre o papel das exportações nessa estratégia, ver Unctad (2002).



No que se refere a esse último aspecto, os mercados de câmbio emergentes são mais sujeitos a apostas especulativas por causa da sua estreiteza e pouca profundidade. Países com dívida externa elevada, graus expressivos de descasamento de moedas ou sistemas financeiros frágeis são particularmente vulneráveis.

A terceira meta de política cambial consiste no acúmulo de reservas internacionais. Além da chamada “demanda precaucional”, um volume elevado de reservas pode reduzir os *riscos* soberanos e melhorar as notas de crédito (*credit ratings*). Nesse caso, os custos de acúmulo de reservas podem diminuir com o aumento do seu estoque (MORENO, 2005). Ademais, nos países que perseguem um modelo de crescimento induzido pelas exportações, o acúmulo de reservas constitui uma das implicações da política cambial voltada para a manutenção da taxa de câmbio em um patamar competitivo, com impactos favoráveis para o desenvolvimento.

Na perseguição dessa meta, as autoridades econômicas devem avaliar os impactos sobre a taxa de câmbio (que podem não ser desejáveis) e sobre o grau de desenvolvimento do mercado de câmbio (no sentido de inibir o seu aprofundamento), bem como sobre as contas públicas. Em princípio, o custo marginal de um dólar adicional deve ser comparado aos seus benefícios, já mencionados, e dependem do patamar das reservas e da forma de financiamento da intervenção – emissão monetária, venda de títulos públicos e/ou endividamento externo.

As metas descritas anteriormente, por sua vez, condicionam a estratégia da política cambial que também sofre influência de outros fatores, como a direção e a volatilidade dos fluxos de capitais, que condicionarão o volume adequado de reservas para atingir os objetivos definidos (ARCHER, 2005; MORENO, 2005). Essa estratégia envolve cinco aspectos, detalhados no quadro 2.

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

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

Quadro 2: Estratégias da política cambial

1. Mercados	Mercado de câmbio à vista doméstico, atacado.	Mercado de câmbio futuro.	Mercado de derivativos de balcão.	Mercado de títulos de dívida.
2. Instrumentos	Venda/compra.	Contratos futuros.	<i>Swaps</i> e opções.	Compra/venda de títulos públicos indexados à taxa de câmbio.
3. Transparência	Transparência.	Não transparência.		
4. Métodos de transação	Transação direta, usual e por telefone, com os bancos intermediários (<i>dealers</i>).	Transações intermediadas por corretores.	Transações com bancos intermediários (<i>dealers</i>).	Plataformas eletrônicas.
5. Tamanho, frequência e <i>timing</i>	Grandes volumes pouco frequentes e período de maior liquidez.	Pequenos volumes, frequentes.	Grandes volumes, frequentes.	

Fonte: elaboração da autora a partir de Archer (2005).

O quarto aspecto refere-se ao método de transação – que diz respeito à institucionalidade do mercado interbancário de câmbio –, enquanto o quinto envolve o tamanho, a frequência e o *timing* da intervenção, subordinando-se estritamente à meta de política cambial. Quando o acúmulo de reservas com um mínimo efeito sobre a taxa de câmbio é o objetivo perseguido, um padrão de frequentes e de pequenas intervenções deve ser esperado. Ademais, os bancos centrais que intervêm com esse intuito geralmente procuram efetuar transações a preços favoráveis no final do dia (MOSER-BOEHM, 2005). Em contrapartida, se o objetivo é influenciar a taxa de câmbio, as intervenções devem ser amplas e menos frequentes.

As estratégias da política cambial, por sua vez, influenciam sua eficácia (no alcance de objetivos e metas predefinidos), que dependerá, igualmente, dos condicionantes estruturais e macroeconômicos anteriormente mencionados. Em princípio, as intervenções nos países emergentes são potencialmente mais eficazes em função de um conjunto de especificidades desses países: **i)** tamanho relativo da intervenção em relação ao giro do mercado (*turnover*); **ii)** existência de controles de capital que limitam o acesso aos mercados internacionais de capital, ampliando o poder do Banco Central frente ao mercado; e **iii)** baixo nível de sofisticação dos mercados, que ampliam a vantagem informacional do Banco Central em relação aos participantes do mercado.

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

APÊNDICE 2

GESTÃO CAMBIAL NOS PAÍSES EMERGENTES

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

2.1 FORMATO INSTITUCIONAL

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

No conjunto dos países que participaram da pesquisa do Bank of International Settlements (BIS de 2004) há grande diversidade em relação à autoridade responsável pela definição do regime cambial. Em ¼ dos países, a decisão deve ser tomada conjuntamente pelo governo e pelo Banco Central. Nos demais países,

as seguintes opções são encontradas em ordem decrescente de frequência: **i)** escolha pelo Banco Central; **ii)** escolha pelo governo; **iii)** escolha pelo governo após consulta ao Banco Central; **iv)** escolha pelo Parlamento ou pelo congresso; e **v)** escolha pelo Banco Central sujeita à sanção pelo governo.

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

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

No que diz respeito às intervenções específicas no mercado de câmbio, na maioria dos casos essa decisão é atribuição da mesma instituição responsável pela política cambial. Mais de 90% dos bancos centrais é responsável por essas intervenções. No México, coerentemente com o arranjo institucional do regime de câmbio flutuante, as intervenções são decididas conjuntamente pelo banco central e o governo no âmbito da Comissão de Câmbio. Contudo, há diferenças em relação à instituição proprietária das reservas cambiais. No Brasil, Hong Kong, Coreia, Nova Zelândia e Peru, o total – ou quase o total – das reservas não são de propriedade do Banco Central. No Brasil, elas pertencem ao governo, mas sua gestão é realizada pelo Banco Central. Na Coreia, o banco central tem o poder de decidir sobre as intervenções realizadas a partir das suas próprias reservas, após consultar o governo; enquanto o governo tem a palavra final nas intervenções efetuadas com as próprias reservas, após consultar o banco central (ver quadro 1).

Quadro 1: Informações sobre a governança das intervenções cambiais

Países	Propriedade das reservas: % do Bacen	Decisão sem intervenções ¹	Divulgação da estratégia de intervenção	Divulgação das intervenções efetuadas
África do Sul	100	Bacen	Em caso de mudança.	Sim.
Argentina	100	Bacen	Regularmente.	Sim.
Brasil	0	Bacen	Em caso de mudança.	Sim, diariamente.
Chile	100	Bacen	Em caso de mudança.	Sim, semanalmente.
Coreia	80	Bacen e G	Não.	Não.
Índia	100	Bacen	Regularmente.	Não.
México	100	Bacen e G	Em caso de mudança.	Sim, diariamente.
Tailândia	98	Bacen	Não.	Não.
Turquia	100	Bacen	Regularmente.	Não.

Fonte: adaptado de Moser-Boehm (2005).

Notas: ¹ Bacen = Banco Central do Brasil; G = governo.

² No caso das reservas do Banco da Coreia, após consulta ao governo e vice-versa.

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

Como destaca Moser-Boehn (2005), as questões de governança relativas às intervenções cambiais parecem ser, de forma geral, menos explícitas do que aquelas relativas às decisões de política monetária. O fato de as intervenções cambiais serem conduzidas de forma menos pública ou declarada em vários países, exigiria, em contrapartida, procedimentos de governança mais claros e detalhados pelos bancos centrais, mas estes não são geralmente disponibilizados. De forma geral, *relatórios formais* sobre mecanismos de governança enfatizam aspectos mais gerais, enquanto questões mais específicas são cobertas por regras e procedimentos

internos raramente divulgados publicamente. Contudo, essa menor transparência é, na maioria dos casos, aceita pelos mercados e considerada coerente com os códigos de boa prática, ao contrário do observado na área da política monetária.

Em suma, existe, claramente, um *trade-off* entre o aumento da eficácia da política e os ganhos relativos à maior transparência, mesmo no caso de anúncios *a posteriori*, que influenciarão as expectativas de mercado.

2.2

OBJETIVOS, ESTRATÉGIAS E EFICÁCIA DA POLÍTICA CAMBIAL

A pesquisa do BIS também revelou ampla diversidade em relação aos objetivos, às metas e às estratégias da política cambial perseguidos pelos países emergentes que adotam regimes de câmbio flutuante. No que diz respeito aos objetivos macroeconômicos mais gerais, predomina o controle da inflação (estabilidade interna dos preços), coerentemente com a adoção de regimes de metas de inflação, explícitos ou implícitos, por vários desses países.¹⁶ Todavia, em alguns países, a gestão cambial também contempla como objetivos a manutenção da competitividade externa (preservação do valor externo da moeda), a estabilidade financeira e a redução da vulnerabilidade externa.

Coerentemente com a predominância do controle da inflação como objetivo macroeconômico mais geral, a maioria dos países emergentes elege como principal meta da política cambial a redução da volatilidade da taxa de câmbio (ver quadro 1). Nas respostas ao questionário do BIS, os bancos centrais destacaram a importância das ações para minimizar variações excessivas (*overshooting*), bem como para reduzir a velocidade de mudança da taxa de câmbio (em inglês, utiliza-se a expressão *leaning against the wind*). Isto porque, mesmo que o banco central em questão não tenha como meta o patamar dessa taxa, movimentos abruptos nos dois sentidos (depreciações ou apreciações) ampliam a incerteza em relação à sua trajetória futura, induzindo os agentes privados a postergarem as transações. Como destaca Silveira (2003), nesse contexto, a liquidez dos mercados diminui e a volatilidade cambial aumenta, estimulando a especulação e, com isso, flutuações espúrias da taxa de câmbio.

A atenuação da volatilidade cambial também constitui uma meta da política cambial quando esta se subordina a outros objetivos macroeconômicos, de forma complementar ou não com o controle da inflação. Caso esses objetivos contemplem a competitividade externa da economia, além da redução dessa volatilidade, a gestão cambial perseguirá explicitamente um patamar para a taxa de câmbio. Nos momentos em que a preservação da estabilidade financeira constitui o objetivo prioritário da política cambial, a meta complementar

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

consiste no provimento de liquidez para garantir o funcionamento do mercado. Nos períodos de *stress*, a liquidez pode esvaír entre os bancos negociadores, que exercem influência na formação de preços (os chamados *market makers*), inviabilizando as transações. Por exemplo, na Coreia e no Brasil em 2002, as respectivas autoridades monetárias intervieram em períodos de volatilidade cambial, induzida por incertezas políticas, para prover liquidez e preencher as diferenças entre as cotações de compra e venda.

A última meta da política cambial mencionada pelos bancos centrais refere-se à acumulação de reservas em moeda estrangeira. Assim, a pesquisa do BIS sanciona a hipótese da “demanda precaucional” por reservas (ver quadro 2). Todos os 16 bancos centrais que responderam ao questionário acreditam que essa acumulação tem impacto positivo sobre a situação de vulnerabilidade externa – ao reduzirem os riscos de ataques especulativos e ampliarem a capacidade de intervenção do banco central – e sobre as classificações de risco soberano (*ratings*).

Em relação às estratégias de política cambial dos países emergentes, a pesquisa do BIS corroborou as conclusões de dois trabalhos anteriores, quais sejam: Canales-Krilijenko (2004), baseado em uma pesquisa realizada pelo FMI, em 2001, envolvendo grande número de economias desenvolvidas e em desenvolvimento; e King (2003). Os resultados desses três estudos revelam que a maioria das intervenções é realizada no mercado de câmbio à vista doméstico no segmento interbancário ou secundário. Todavia, apesar da predominância dessas intervenções, os países emergentes utilizam um leque de instrumentos de política cambial muito mais amplo do que os países centrais. Além da compra e da venda de divisas no mercado à vista, esse leque inclui derivativos financeiros – *swaps* (utilizados na Índia, na Indonésia e no Brasil), opções (utilizadas no México) e contratos futuros¹⁷ – e operações com títulos de dívida indexados à taxa de câmbio.

Quadro 2: Implicações externas da acumulação de reservas

	Impacto significativo	Algum impacto	Nenhum impacto
Efeito sem <i>ratings</i> de crédito soberano.	Indonésia, Venezuela.	Argentina, Brasil, Índia, Coreia, Malásia, México, Peru, Filipinas, Polônia, África do Sul, Tailândia, Turquia.	Colômbia.
Efeito sem sustentabilidade do endividamento externo.	Argentina, Brasil, Colômbia, Coreia, Indonésia, Malásia, Peru, África do Sul, Turquia.	México, Filipinas, Polônia, Venezuela.	

Fonte: respostas ao questionário do BIS (MIHALIJEK, 2005).

Obs.: número de respostas = 16 de um total de 23. Três bancos centrais não intervieram.

¹⁷ Esses contratos têm a desvantagem de serem pouco transparentes e resultaram em experiências negativas em alguns países nos momentos de crise cambial, entre os quais o Brasil e a Tailândia. No âmbito dos acordos do FMI, assinados após as respectivas crises, esses contratos foram proibidos.

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

A postura dos bancos centrais em relação à transparência das intervenções mostrou-se bastante heterogênea (ARCHER, 2005), mesmo entre os países que adotam o binômio “metas de inflação e câmbio flutuante” e perseguem metas semelhantes de política cambial.¹⁸ De forma geral, os bancos centrais que procuram reduzir a volatilidade cambial são mais transparentes e divulgam informações detalhadas sobre as intervenções correntes e não somente sobre a estratégia geral. Contudo, existem exceções, na Coreia, o banco central intervém mediante instituições selecionadas entre os principais bancos e exige o compromisso de não divulgação de informações, que devem se manter confidenciais. Nessa seleção, o banco central coreano utiliza como critérios a capacidade de os bancos intermediadores (*dealers*) no mercado de câmbio fornecer informações sobre o mercado e o seu papel ativo como formador de mercado (*market maker*).

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

As estratégias de intervenção condicionam, por sua vez, a eficácia da política cambial. Contudo, essa eficácia depende, igualmente, de características estruturais dos países (grau de abertura financeira, dimensão do mercado de câmbio etc.). O estudo empírico mais amplo sobre esse tema é o de Canales-Kriljenko (2004), baseado em uma pesquisa de 2001 do FMI (*IMF's 2001 Survey on Foreign Exchange Market Organization*). Um das suas principais conclusões é que, de forma geral, as intervenções dos bancos centrais emergentes nos mercados de câmbio tendem a ser mais eficazes relativamente àquelas realizadas pelos bancos centrais emissores das principais moedas negociadas internacionalmente. Essa maior eficácia está relacionada

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

à adoção de regulamentações específicas – que ampliam as vantagens informacionais *vis-à-vis* os participantes do setor privado – e à ampla dimensão das intervenções cambiais e das reservas oficiais nos países emergentes relativamente ao giro do mercado de câmbio.

Já o estudo de Mihaliyek (2005), a partir da pesquisa do BIS, chega a algumas conclusões relevantes sobre a relação entre, de um lado, a eficácia da política cambial e, de outro lado, as metas, as estratégias e os canais de influência sobre a taxa de câmbio. No que diz respeito às metas, as intervenções que procuram atenuar a volatilidade cambial são consideradas mais eficazes do que aquelas voltadas para a correção de desalinhamentos ou estabilização do patamar da taxa de câmbio (ver quadro 3). Esse resultado deve estar associado, em parte, à importância do provimento da liquidez pelas autoridades monetárias nos mercados de câmbio dos países emergentes, predominantemente estreitos. É interessante mencionar que os bancos centrais também declararam que conter movimentos de apreciação cambial tende a ser mais fácil do que resistir à depreciação, pois não há, em princípio, limites em relação ao volume de reservas. Contudo, os países que adotam a estratégia de intervenção esterilizadora e mantêm um diferencial positivo entre os juros internos e externos (como o Brasil), esse limite impõe-se na prática, por causa dos custos fiscais dessa estratégia.

Quadro 3: Eficácia das intervenções de acordo com os principais objetivos

Eficácia	Objetivos	
		Correção de desalinhamentos ou estabilização da taxa de câmbio em um patamar desejado.
Eficaz na maior parte do tempo.	Argentina, Chile, Hong Kong, Malásia, Cingapura e Tailândia.	Argentina, Chile, Colômbia, Hungria, Índia, Indonésia, Coreia, Peru, Filipinas, Cingapura, Tailândia e Turquia.
Eficaz em alguns momentos.	República Checa, Hungria, Indonésia, Coreia e Venezuela.	Brasil, República Checa, México e Venezuela.

Fonte: respostas ao questionário do BIS (MIHALIJEK, 2005).

Obs.: número de observações = 18 de um total de 23. Três bancos centrais da amostra não intervieram de 2002 até o terceiro trimestre de 2004.

2.3 TÉCNICAS DE GESTÃO DOS FLUXOS DE CAPITALIS

Alguns bancos centrais, além de intervirem diretamente no mercado de câmbio, adotam técnicas de gestão de fluxos de capitais que ampliam os graus de liberdade da política cambial – atenuando os conflitos com a política monetária – e a eficácia da intervenção, em momentos de excesso e escassez de divisas.¹⁹ Como

¹⁹ Para uma discussão sobre os argumentos favoráveis e contrários aos controles de capitais, ver Carvalho e Sicsú (2004).

destaca Ocampo (2000), essas técnicas contribuem, igualmente, para aprimorar a estrutura de maturidade das dívidas em moeda estrangeira, constituindo instrumento da política de administração dos passivos, fundamental nesses países sujeitos ao “descasamento de moedas”.²⁰ Enquanto os controles de capitais predominam nos países asiáticos, os instrumentos de regulamentação prudencial são utilizados por um leque mais amplo de países, inclusive latino-americanos (ver quadro 4).

Quadro 4: Técnicas de gestão dos fluxos de capitais

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

Fonte: respostas ao questionário do BIS (MIHALIJEK, 2005).
Obs.: número de respostas = 15 de um total de 23.

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

²⁰ Um importante exemplo é a imposição de requerimentos de reservas sobre os passivos em moeda estrangeira, adotada no Chile e na Colômbia nos anos 1990. Como destaca Ocampo (2000), vários estudos mostraram a eficácia desse instrumento no sentido de melhorar a estrutura de maturidade dos passivos externos.

APÊNDICE 3

MERCADO DOMÉSTICO DE DERIVATIVOS CAMBIAIS

Os principais instrumentos derivativos vinculados à taxa de câmbio do real negociados no mercado doméstico são os contratos futuros, as opções e os *swaps*, cujas características são detalhadas a seguir, com base em Farhi (1998).

Contratos futuros. Nos mercados futuros organizados, as especificações da mercadoria ou do ativo, as datas de vencimento e as modalidades da eventual entrega são previamente definidas de forma precisa em contratos padronizados. O objeto da negociação passa a ser não mais a mercadoria ou o ativo subjacente, mas o contrato que representa um compromisso padronizado de compra ou venda, a um preço fixado no momento da realização do negócio para um vencimento futuro específico. Para cada ativo subjacente, os contratos fixam as datas dos diversos vencimentos. O vencimento de maior liquidez do futuro de câmbio da BM&F – aquele que concentra a maioria dos negócios realizados e que permite aos agentes, a qualquer momento, abrir ou encerrar uma posição – consiste no chamado primeiro futuro, o contrato que vence no primeiro dia útil de cada mês. Enquanto no mercado à vista com entrega imediata ou diferida, o operador negocia mercadorias disponíveis ou suscetíveis de estarem disponíveis em um lapso determinado de tempo, nos mercados futuros é possível vender a descoberto um ativo subjacente que não se possui ou comprar ativos que não se pretende vir a possuir. Para liquidar essas posições, basta realizar, em qualquer momento durante a vida útil do contrato, a operação inversa à posição inicialmente assumida. Essa forma de liquidação é a mais comumente empregada em todos os mercados futuros e representa mais de 99% de todas as liquidações, inclusive nos mercados que preveem a possibilidade de entrega efetiva no vencimento, que não ocorre na BM&F. Ela só é possível por causa do alto grau de padronização dos contratos. Quando as posições são carregadas até a data do vencimento, seu encerramento na BM&F ocorre mediante a liquidação por diferença, já que a liquidação por entrega efetiva não é permitida: no vencimento, a liquidação de todas as posições ainda existentes é efetuada pela Bolsa em questão pela cotação do ativo à vista naquela data. A câmara de compensação da Bolsa promove diariamente a conciliação de todas as transações futuras, assegurando que, para cada posição vendida a determinado preço, existe uma posição comprada no mesmo preço e promovendo as necessárias liquidações das posições já existentes. Uma vez efetuada a conciliação e registradas as operações, os compradores e os vendedores passam a não ter mais relação entre si. Assim, essa câmara constitui, desse momento em diante, a contraparte de todas as transações registradas. Tal procedimento reduz ou elimina os riscos de crédito, assegurando a integridade financeira dos negócios realizados, e possibilita a liquidação de posições por meio da operação contrária, sem necessidade de recorrer à

contraparte inicial do negócio. Como por definição, o número de posições compradas é exatamente igual ao número de posições vendidas, a posição líquida da câmara de compensação é sempre nula. Com exceção de uma pequena taxa de registro das operações, o saldo financeiro final das atividades da compensação é também nulo na medida em que as somas que recebe são idênticas às somas que deve pagar. Para o funcionamento das câmaras de compensação, é essencial que todas as operações realizadas durante o dia, a preços bastante diversos, e aquelas que provêm de pregões anteriores possam ser financeiramente equiparadas. Esse é o papel do preço de fechamento, denominado ainda “preço de ajuste”, base oficial dos cálculos da compensação que determinarão as quantias a pagar pelos detentores de posições com prejuízos e a receber pelos detentores de posições com lucro. Esses pagamentos (chamados de “ajustes diários”, “ajustes de margem” ou ainda de “margem”), além de igualarem financeiramente todos os contratos existentes, têm a função de verificar a existência de disponibilidades financeiras das partes com prejuízos. Com efeito, eles obrigam todos os participantes com posições perdedoras a cobrir periodicamente seus prejuízos, impedindo que esses se avolumem a ponto de ultrapassar sua capacidade financeira. Os ajustes diários são cobrados ou pagos pela compensação, enquanto as posições não são liquidadas. Mas, por motivo de segurança, esse organismo exige um depósito inicial – em geral, uma pequena fração do valor do contrato – tanto dos compradores quanto dos vendedores, todas às vezes em que uma posição não é encerrada no mesmo dia em que foi iniciada. Esse depósito pode ser constituído de títulos públicos, avais bancários ou, mais raramente, depósitos em dinheiro remunerados pelas taxas correntes para aplicações a curto prazo. Ele tem por finalidade garantir o pagamento dos ajustes diários. Caso estes não sejam efetuados, é declarada a inadimplência do devedor e suas posições são imediatamente liquidadas. Nesse caso, o depósito inicial é utilizado para cobrir os ajustes diários devidos. Caso o prejuízo seja superior a esse depósito, a corretora-membro da Bolsa que originalmente registrou a operação é obrigada a cobri-lo. Quando esta, por sua vez, não consegue cobrir o prejuízo, o capital próprio da câmara de compensação será utilizado. Normalmente, o depósito original é devolvido no dia seguinte ao da liquidação das posições e após o pagamento dos ajustes devidos. Avalia-se o efeito de alavancagem nos mercados futuros tomando-se como base exatamente o depósito inicial, que constitui o requisito mínimo para qualquer participação. Levando-se em conta que o depósito inicial é devolvido no encerramento da posição, conclui-se que a alavancagem embutida no mecanismo de mercado futuro é bastante elevada, já que o custo real de se participar do mercado resume-se a uma eventual perda de liquidez momentânea acarretada pela exigência de depósito.

Opções. Os mercados de opções sobre ativos financeiros nasceram do desejo dos detentores de ativos financeiros de beneficiar-se de uma eventual alta de seus preços, sem arcar com o risco de eventuais quedas; bem como do desejo dos devedores de tirar proveito de uma possível baixa de preços, estando cobertos do risco de uma alta. Com a utilização dos mecanismos de opções, os participantes do mercado conseguem, mediante o pagamento de um prêmio, eliminar algumas das restrições à realização sistemática das operações de cobertura de riscos. As opções são definidas como sendo o direito e não a obrigação para seu comprador (ou titular) de adquirir ou de vender um ativo subjacente, a um preço predeterminado (preço

de exercício) em um futuro também determinado (vencimento ou maturidade). Até esse vencimento, as opções são consideradas como tendo “vida útil”. As opções que dão a seu titular o direito de comprar o ativo subjacente são chamadas de opções de compra (*call options*), enquanto as opções que garantem a seu titular o direito de vender o ativo subjacente são conhecidas como opções de venda (*put options*). O comprador da opção só exercerá seu direito contratual se isso for vantajoso. O que significa que, se no momento do exercício, a opção permitir comprar o ativo subjacente mais barato do que os preços do momento no mercado à vista ou vendê-lo mais caro. Caso contrário, deixará sua opção vencer sem exercê-la. Para usufruir desse direito, o titular da opção paga ao vendedor (lançador), no momento da realização do negócio, uma soma em dinheiro ou “prêmio”. Em troca do recebimento do prêmio, o vendedor da opção assume a obrigação de vender ou comprar o ativo subjacente a um preço predeterminado em um futuro também estabelecido, se esse for o desejo do comprador. Os perfis de ganhos e as perdas das opções são completamente distintos daqueles originados da detenção direta do ativo subjacente ou de sua venda. Estes perfis são igualmente distintos e assimétricos para os compradores de uma opção e para seus vendedores. A assimetria das situações dos compradores (que têm direitos e não obrigações) e vendedores de opções (que têm obrigações e não direitos) exprime-se também no fato de que, nos mercados organizados, os depósitos originais só são cobrados dos vendedores de opções de compra ou venda. Os compradores de opções, após o pagamento do prêmio devido, são dispensados do pagamento dos depósitos originais, na medida em que seus prejuízos máximos estão limitados ao valor desse prêmio. Em compensação, o prejuízo dos vendedores de opções pode, teoricamente, ser ilimitado, bastando para isso que o preço do ativo subjacente esteja muito acima do preço em que se comprometeram a vendê-lo ou muito abaixo do preço em que se engajaram a comprá-lo. No entanto, seus ganhos limitam-se ao prêmio recebido. Para um titular de opção, o efeito de alavancagem é muito mais acentuado nos mercados de opções do que nos mercados futuros. Uma pequena soma inicial de dinheiro pode mais do que centuplicar em algumas situações.

Swaps. Nos anos 1980, ocorreu a imensa expansão dos contratos de troca (*swaps*) que representam uma das grandes inovações financeiras no plano internacional. Por definição, um *swap* é um contrato de troca entre duas partes que se comprometem a intercambiar entre si ativos ou fluxos financeiros em prazo predeterminado. Há dois tipos básicos de *swaps*. O primeiro é o *swap* de juros que envolve a troca de fluxos financeiros expressos na mesma divisa. O segundo é o *swap* de câmbio ou de divisas expresso em moedas diferentes. Os *swaps* de taxas de juros e de câmbio são instrumentos financeiros tipicamente negociados no mercado de balcão. No entanto, as principais instituições financeiras fornecem permanentemente cotações para os tipos de operações mais comuns.

Nos países, como o Brasil, com um mercado de derivativos de câmbio desenvolvido e um elevado grau de abertura financeira, que cria “vasos comunicantes” com o mercado de derivativos de câmbio externo, as negociações envolvendo esses instrumentos financeiros exercem influência fundamental na evolução da

taxa de câmbio nominal. As operações de arbitragem no tempo constituem o principal mecanismo de transmissão entre a taxa do mercado futuro e a taxa de câmbio à vista. Mediante essas operações, os bancos e os gestores de fundos procuram obter lucro a partir de diferenças de curtíssimo prazo nas cotações das moedas e nas respectivas taxas de juros.

A diferença entre os preços de qualquer ativo no mercado à vista e futuro é denominada de “base” ou “prêmio”. No caso dos ativos financeiros, o prêmio em situações normais está relacionado, essencialmente, à taxa de juros vigente no mercado monetário para o mesmo prazo – além dos custos de transação –, em outras palavras, o preço futuro consiste no preço à vista capitalizado pela taxa de juros. No caso da taxa de câmbio, a base ou o prêmio depende do diferencial de juros entre as duas divisas em questão. Para as moedas dos países emergentes como o Brasil, tal prêmio inclui um indicador numérico do grau de aversão ao risco soberano (o chamado risco-país).

Assim, a cotação da taxa de câmbio futura depende da sua cotação à vista, capitalizada pelo diferencial entre os juros das duas divisas no período de tempo considerado. Três situações são possíveis: **i)** a taxa de câmbio futura equivale à taxa à vista mais o prêmio normal; **ii)** a taxa futura carrega um prêmio efetivo superior à taxa à vista acrescida do diferencial de juros, induzindo os agentes a comprar o ativo no mercado à vista e vendê-lo no futuro para lucrar com a taxa de aplicação maior; **iii)** a taxa futura embute um prêmio efetivo inferior à taxa à vista acrescida do diferencial de juros, o que leva os agentes a vender o ativo no mercado à vista e o adquirem no mercado futuro, usufruindo uma taxa de captação mais barata. Prêmios superiores ou inferiores ao prêmio normal somente vigoram durante períodos curtos, pois as operações de arbitragem entre os dois segmentos conduzem à convergência para um prêmio “normal” (equivalente ao diferencial de juros), tornando as cotações dos mercados à vista e futuro intrinsecamente vinculadas.

