



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

**AS RESTRIÇÕES À POLÍTICA CAMBIAL NUM PAÍS COM
MOEDA INCONVERSÍVEL: UMA INTERPRETAÇÃO DA
EXPERIÊNCIA BRASILEIRA RECENTE DE
APRECIÇÃO CAMBIAL (2003-2007)**

Leonardo Loureiro Nunes

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas, sob a orientação do Prof. Dr. Rogério Pereira de Andrade.

*Este exemplar corresponde ao original da dissertação defendido por **Leonardo Loureiro Nunes** em 19/02/2008 e orientado pelo Prof. Dr. Rogério Pereira de Andrade.*

CPG, 19/02/2008

A handwritten signature in blue ink, which appears to read "R. Andrade", is written over a horizontal line. The signature is fluid and cursive.

Campinas, 2008

**Ficha catalográfica elaborada pela biblioteca
do Instituto de Economia/UNICAMP**

N922r	Nunes, Leonardo Loureiro. As restrições à política cambial num país com moeda inconvertível : uma interpretação da experiência brasileira recente de apreciação cambial (2003-2007)/ Leonardo Loureiro Nunes. -- Campinas, SP : [s.n.], 2008. Orientador : Rogerio Pereira de Andrade. Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia. 1. Cambio. 2. Derivativos (Finanças) 3. Troca (Finanças) I. Andrade, Rogerio Pereira de. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.
	08/011/BIE

Título em Inglês: Exchange rate restriction in a country with an inconvertible currency : an interpretation of the exchange rate appreciation recent brazilian experience (2003-2007)

Keywords: Exchange rate ; Derivatives (Finance) ; Swap (Finance)

Area de Concentração : -----

Titulação: Mestre em Ciências Economicas

Banca examinadora: Prof. Dr. Rogerio Pereira de Andrade

Profa. Dra. Simone Silva de Deos

Profa. Dra. Adriana Moreira Amado

Data da defesa: 19-02-2008

Programa de Pós-Graduação: Economia

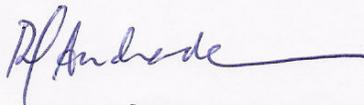
Dissertação de Mestrado

Aluno: LEONARDO LOUREIRO NUNES

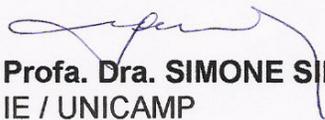
**"As Restrições à Política Cambial num País com Moeda Inconvertível:
Uma Interpretação da Experiência Brasileira Recente de Apreciação
Cambial (2003-2007)"**

Defendida em 19 / 02 / 2008

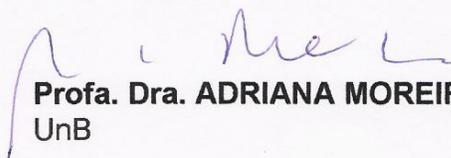
COMISSÃO JULGADORA



Prof. Dr. ROGÉRIO PEREIRA DE ANDRADE
Orientador – IE / UNICAMP



Prof. Dra. SIMONE SILVA DE DEOS
IE / UNICAMP



Prof. Dra. ADRIANA MOREIRA AMADO
UnB

Sumário

Introdução.....	1
Capítulo 1: A Especificidade da Moeda Periférica e a Inconvertibilidade Monetária – Os Termos do Debate.....	9
1.1. Intolerância ao Endividamento, Descasamento de Moedas e Pecado Original.....	11
1.1.1. Intolerância ao Endividamento.....	13
1.1.2. Descasamento de Moedas.....	16
1.1.3. Pecado Original.....	22
1.1.4. Uma Avaliação do Debate.....	28
1.2. Inconvertibilidade Monetária: O Debate Brasileiro	32
1.2.1. A Proposta Arida	33
1.2.2. Críticas à Proposta Arida	38
Capítulo 2. Instrumentos de Intervenção no Mercado de Câmbio sob o Regime de Câmbio Flexível.....	45
2.1. Algumas Considerações Gerais.....	47
2.2. Intervenção no Mercado de Câmbio: Definição	50
2.3. Intervenções no Mercado de Câmbio num Regime de Taxa de Câmbio Flexível	51
2.3.1. Objetivos Macroeconômicos e Variáveis a serem Monitoradas.....	51
2.3.2. Controle de Capitais	54
2.3.3. Métodos e Eficácia das Técnicas de Gestão do Capital	59
Capítulo 3. Os Determinantes da Apreciação Cambial no Brasil no Período 2003-2007 e os Instrumentos de Política Cambial	67
3.1. Alguns Aspectos Comerciais e Financeiros da Trajetória do Balanço de Pagamentos no Período 1999 – 2007.....	73
3.2. O Mercado de Câmbio no Brasil e a Política de Intervenção do BCB.....	80
3.2.1. Os Três Segmentos do Mercado de Câmbio no Brasil	81
3.2.2. A Política de Intervenção do BCB.....	83
3.3. O Componente Especulativo da Apreciação Cambial	89
3.3.1. Operações de <i>Carry Trade</i> e o Enigma do <i>Forward Premium</i>	89
3.3.2. As Operações Especulativas e de Arbitragem no Mercado de Câmbio Brasileiro.....	95
3.4. Os Instrumentos de Intervenção no Mercado de Câmbio	102
Conclusão.....	107
Bibliografia.....	111

Índice – Gráficos

Gráfico 3.1. Crescimento Mundial	70
Gráfico 3.2. Evolução Indicadores Comerciais	76
Gráfico 3.3. Taxa de Crescimento (Exportações – Importações)	76
Gráfico 3.4. PIB - Taxa de variação Real no Ano (%)	77
Gráfico 3.5. Intervenção BCB Mercado de Câmbio à Vista	84
Gráfico 3.6. Oferta Swap Cambial R\$ (bi)	86
Gráfico 3.7. Indicadores de Solvência Externa.....	87
Gráfico 3.8. Reservas Internacionais.....	88
Gráfico 3.9. Variação na Posição dos Bancos (Estimada e Efetiva)	97
Gráfico 3.10. Dólar Comercial Futuro x Dólar Pronto	98
Gráfico 3.11. Posições Líquidas dos Investidores em Derivativos de Taxa de Câmbio e de Juros.....	99
Gráfico 3.12. Diferencial de Juros Real	100
Gráfico 3.13. Taxa de Câmbio Real / Média Móvel	101

Índice – Figuras

Figura 1.1. Sistematização do Debate.....	32
Figura 2.1. Classificação de Política Cambial: Objetivos Macroeconômicos / Objetivos Específicos / Variáveis Monitoradas.....	53
Figura 2.2. Tipos de Intervenção	64

Índice – Tabelas

Tabela 3.1. Fluxos de Capitais para a Periferia (US\$ milhões)	71
Tabela 3.2. Balanço de Pagamentos (US\$ Milhões	75

Agradecimentos

Uma dissertação de mestrado é o resultado de dois anos de esforços e estudos. De fato, ao mesmo tempo é e não é um trabalho solitário. Se, por um lado, a realização de uma dissertação depende do esforço próprio do aluno, por outro lado conta com a participação, muitas vezes oculta, de pessoas que o ajudam direta ou indiretamente.

Em primeiro lugar, agradeço aos amigos de infância, com quem pude contar desde os tempos de criança. Agradeço aos amigos dos colégios Liceu Pasteur e Etapa, do Clube Adamus e a duas amigas muito importantes, com os quais desenvolvi importantes laços de amizade. Em segundo lugar, quero expressar meus agradecimentos aos amigos da FEA-USP, onde cursei minha graduação e tive a primeira experiência relevante de amadurecimento intelectual. Aqui registro um agradecimento especial ao amigo Tomas Rotta, pelas intensas discussões ao longo destes anos, que certamente contribuíram para a evolução dos meus estudos.

Em terceiro lugar, quero expressar meus agradecimentos aos colegas de turma de mestrado, que foram fundamentais para meu aprimoramento intelectual. Agradeço a Andrea Perez e Luciana Buchala, pelas conversas, discussões e alguns conflitos, a Eduardo Zana, principalmente pelo aprendizado sobre a China, a Antonio Carlos Diegues, pelos conhecimentos adquiridos sobre o nosso quase pujante capitalismo, a Frederico Valente, pelas produtivas discussões acerca do marxismo e do Rio de Janeiro, a Pedro Marques, pela amizade construída e pelas discussões sobre os mais variados assuntos, a Juan Ernesto, nosso colega

chileno agregado, a Rafael Cagnin, especialmente pela leitura de partes de minha dissertação e pela paciência em discuti-las comigo, a Eduardo Angeli, por toda a ajuda nos aspectos operacionais de minha dissertação e a Bruno de Conti, pela leitura de capítulos da dissertação e pela ajuda operacional em Campinas e mesmo em Paris.

Ainda no âmbito acadêmico, gostaria de agradecer aos professores que ministraram os diferentes cursos do mestrado e que foram de fundamental importância no aprimoramento dos meus conhecimentos em Ciência Econômica. Entretanto, gostaria de registrar um agradecimento muito especial ao meu orientador Rogério Pereira de Andrade. Mesmo numa situação não muito convencional, pude contar em todo momento com seu irrestrito apoio, dedicação e consideração. Sem sua ajuda, talvez não estivesse defendendo o trabalho nesta data.

Por fim, mas não por último, gostaria de agradecer a meu irmão Marcos Nunes, meu melhor amigo e companheiro nos bons e maus momentos. Por último, agradeço a meu pai, José Adir Nunes, e à minha mãe, Sila Nunes, a quem devo tudo que sou e a quem dedico este modesto trabalho.

Para Sila e Adir

Resistir à visão ideológica dominante seria um gesto quixotesco, que serviria apenas para suscitar o riso da platéia, quando não o desprezo de seu silêncio. Mas como desconhecer que há situações históricas tão imprevistas que requerem a pureza de alma de um Dom Quixote para enfrentá-las com alguma lucidez? E como a História ainda não terminou, ninguém pode estar seguro de quem será o último a rir ou a chorar.

Celso Furtado. Justificativa. Brasil: A Construção Interrompida.

Introdução

O presente estudo tem como objetivo analisar as restrições e as possíveis formas de intervenção no mercado de câmbio no Brasil, tomando como dados a inconvertibilidade da nossa moeda, ou seja, assumindo a impossibilidade estrutural de nossa moeda exercer principalmente a função de reserva de valor no plano internacional, e o fato de termos um regime cambial flutuante “sujo”, no qual a taxa de câmbio é, a princípio, livre para flutuar, mas na prática está sujeita à intervenção da autoridade monetária. Para tal desiderato, dividiremos o trabalho em três capítulos, nos quais analisaremos respectivamente (i) a especificidade da moeda periférica, (ii) os aspectos teóricos de instrumental de política cambial sob o regime de flutuação “suja” e (iii) a experiência recente de apreciação do Real, com os possíveis instrumentos que podem ser utilizados pela autoridade monetária.

A inconvertibilidade monetária, que define o caráter específico da moeda de um país periférico¹, deriva da existência de uma relação centro-periferia, isto é, de um hiato estrutural entre países desenvolvidos (centrais) e subdesenvolvidos (periféricos). Este hiato faz com que as economias periféricas tenham um comportamento reflexo em relação às economias centrais, isto é, o ciclo de liquidez das primeiras é fortemente dependente do comportamento das segundas. Desta forma, o subdesenvolvimento não seria uma “etapa” para o

¹ Para o propósito do trabalho, países periféricos e subdesenvolvidos serão tratados como sinônimos, tal como exposto, por exemplo, em Furtado (2003).

desenvolvimento, mas, ao contrário, seria uma peculiaridade estrutural do desenvolvimento histórico do capitalismo. Assim,

A teoria do subdesenvolvimento cuida do caso especial de situações em que aumentos de produtividade e assimilação de novas técnicas não conduzem à homogeneização social, ainda que causem a elevação do nível de vida médio da população (Furtado, 1992, p. 39).

Além disso, o subdesenvolvimento pode ser considerado como

uma criação do desenvolvimento, isto é, como consequência do impacto, em grande número de sociedades, de processos técnicos e de formas de divisão do trabalho irradiados do pequeno número de sociedades que se haviam inserido na revolução industrial em sua fase inicial, ou seja, até fins do século XIX. As relações que se estabelecem entre esses dois tipos de sociedades tendem a autoperpetuar-se. (Furtado, 2003, p. 88).

O subdesenvolvimento, portanto, diz respeito à não homogeneização das estruturas produtivas e dos padrões de consumo dos países em questão, mas também traz no seu bojo uma fragilidade monetária e, por conseguinte, uma vulnerabilidade externa estrutural, pois a dependência tecnológica e a importação de padrões tecnológicos, com o objetivo de criar uma estrutura produtiva que vise atender o padrão de consumo das elites locais (similares aos padrões de consumo da população dos países centrais), gera pressões sucessivas e estruturais no

balanço de pagamentos, que instabilizam, também de maneira estrutural, a taxa de câmbio e a taxa de juros, criando incerteza tanto no valor interno, muitas vezes refletido em altas taxas de inflação, quanto no valor externo da moeda, o que pode ser auferido pelo caráter volátil das taxas de câmbio e de juros destes países. A instabilidade estrutural destas variáveis cria obstáculos para que estas moedas exerçam, no plano internacional, a função reserva de valor.

Ademais, o advento da integração dos mercados financeiros, que ganha relevância a partir da década de 1970, cria problemas adicionais para as economias periféricas no que se refere à taxa de câmbio, ou seja, ela exacerba a instabilidade, que já é estrutural, da moeda periférica. Conforme Tavares e Belluzzo, 2004, p. 129

Já as economias periféricas, de moeda não-conversível, isto é, com demanda nula por parte de agentes de terceiros países – a nova interdependência financeira introduziu constrangimentos importantes: as taxas de juros e de câmbio se tornaram mais sensíveis às bruscas mudanças de expectativas dos possuidores de riqueza. Para estes países, a nova integração financeira tem sido acompanhada de freqüentes problemas de liquidez externa, com amplas flutuações nos preços dos ativos e das moedas. Daí decorrem as severas limitações impostas às políticas monetária e fiscal que, sem dúvida, têm sido mais inflexíveis e duradouras no caso dos países que abriram suas contas de capital, surfaram nos ciclos de crédito externo e se tornaram amplamente devedores em moeda estrangeira.

A partir destes dados, desenvolveremos, no primeiro capítulo, uma discussão acerca de três fenômenos (*original sin* ou “pecado original”, *debt intolerance* ou “intolerância ao endividamento” e *currency mismatch* ou “descasamento de moedas”), que se relacionam pelo fato de tratarem da volatilidade dos fluxos de capitais para países periféricos e da dificuldade destes em honrar os compromissos de dívida externa. A tese da “intolerância ao endividamento” (*debt intolerance*), que diz respeito à intolerância dos mercados financeiros internacionais em aceitar, para países periféricos, relações entre dívida externa e PIB semelhantes às aquelas aceitas para países centrais, estaria ligada ao histórico de default e de políticas “inconsistentes” dos países periféricos. Já o “descasamento de moedas” (*currency mismatch*), segundo os autores desta vertente, está ligado ao descasamento entre ativos e passivos em moeda estrangeira. Para estes autores, o descasamento estaria mais ligado à intolerância ao endividamento. Por fim, o “pecado original” (*original sin*) é resultado da incapacidade dos países em se endividar externamente na própria moeda. Esta incapacidade estaria ligada à existência de custos de transação e à estrutura global dos porta-fólios, que são compostos por um número limitado de moedas.

Após apresentar estes fenômenos, argumentaremos que todos eles têm relação direta ou indireta com a questão da inconvertibilidade monetária, que diz respeito principalmente à limitação da função reserva de valor de uma moeda no plano internacional. Ao nosso juízo, o pecado original diz respeito à inconvertibilidade da moeda, pois ao deter um título de dívida em determinada moeda, o agente atribui à mesma o estatuto de reserva de valor. Portanto, quando

os mercados financeiros não aceitam um título de dívida numa determinada moeda, eles rejeitam a mesma enquanto reserva de valor. Para nós, a intolerância ao endividamento, ao contrário da visão dos autores desta vertente, é derivada do pecado original, ou seja, a impossibilidade de emitir dívida na própria moeda faz com que os mercados financeiros internacionais sejam mais “intolerantes” em relação ao endividamento destes países. Já o descasamento de moedas pode ser uma das conseqüências do pecado original, na medida em que uma depreciação cambial cause uma dificuldade em honrar compromissos em outra moeda. Desta forma, os três fenômenos estão interligados e dizem respeito, direta ou indiretamente, à insuficiência da função reserva de valor destas moedas, e, por conseguinte, à inconvertibilidade monetária. Entretanto, ressaltaremos que mesmo a tese do pecado original, a qual somos mais simpáticos, não vai à raiz do problema e não reconhece a fragilidade monetária como atributo essencial do subdesenvolvimento.

Esta fragilidade monetária resulta numa estrutura de fluxos de capitais mais volátil (muitas vezes concentrada em fluxos de curto prazo), que num momento de crise ou maior incerteza, pode gerar movimentos em direção às moedas conversíveis; estes mesmos fluxos podem migrar em “excesso” para a periferia em momentos de auge do ciclo, na busca de rendimentos vinculados às altas taxas de juros, resultando numa indesejada e excessiva apreciação cambial.

Em seguida, exporemos o tratamento desta questão no Brasil. Uma parte dos autores (Arida, 2003a; Arida, 2003b; Arida, Bacha e Lara-Resende, 2004) associa a inconvertibilidade monetária, ou seja, a insuficiência da função reserva de valor da moeda, a um suposto risco jurisdicional. Estes autores defendem a

adoção de um novo marco regulatório que garanta a irrestrita conversibilidade da moeda como caminho “natural” para que o Real se torne reserva de valor no plano internacional. Já outros autores (Belluzzo e Carneiro, 2004; Oreiro et al., 2004; Ferrari-Filho *et al.*, 2005; Carneiro, 2006a) associam a insuficiência da função reserva de valor à existência de uma hierarquia de moedas no plano internacional, que cria um bloqueio estrutural para que estas moedas adquiram o estatuto de reserva de valor (tornem-se moedas conversíveis) no sistema monetário internacional.

Conforme explicitado, esta instabilidade dos fluxos, derivada da inconvertibilidade monetária, num ambiente de globalização e liberalização da conta financeira, nos remete a questão da gestão cambial, que pode ser determinante na tentativa de suavizar a trajetória da taxa de câmbio, uma das variáveis-chave na formação de expectativas de uma economia capitalista. Este será o tema dos capítulos seguintes.

No segundo capítulo, trataremos das possíveis formas de intervenção cambial, tomando como dadas a especificidade da moeda periférica e a existência de um regime cambial de flutuação “suja”. A discussão tem como meta abordar os diferentes objetivos da intervenção cambial, quais sejam o controle da inflação, a manutenção da competitividade externa e a estabilidade financeira. Cada objetivo traz no seu bojo diferentes objetivos específicos e variáveis a serem monitoradas. Na última seção, discutiremos os distintos métodos de intervenção e a eficácia de cada um deles.

No terceiro capítulo, analisaremos os determinantes da apreciação do Real no ciclo que compreende os anos de 2003 a 2007. A hipótese adotada é a de que

este fenômeno tem um componente de “fundamentos”, ligado à mudança no saldo de transações correntes, mas de que também há um componente “especulativo”, que se efetiva principalmente em operações de câmbio (especulativas e de arbitragem) no mercado de derivativos, com vistas a usufruir do considerável diferencial de juros num contexto de ampla abertura financeira. Além disso, apresentaremos as vantagens e desvantagens dos diferentes tipos de intervenção que podem ser utilizados pela autoridade monetária.

**Capítulo 1: A Especificidade da Moeda Periférica e
a Inconvertibilidade Monetária – Os Termos do
Debate.**

1.1. Intolerância ao Endividamento, Descasamento de Moedas e Pecado Original

Neste primeiro capítulo, trataremos de analisar três fenômenos pertinentes aos países periféricos e que se relacionam pelo fato de dizerem respeito à volatilidade dos fluxos de capital e à dificuldade destes países em pagar o serviço da dívida externa (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2003)². Após a apresentação dos três fenômenos, faremos uma avaliação, a nosso juízo, de qual a relação destes com a questão da inconvertibilidade monetária.

Conforme já observado, a inconvertibilidade monetária pode ser definida pela incapacidade de uma moeda em exercer as funções unidade de conta, meio de pagamento (os dois primeiros itens referem-se tanto a operações comerciais quanto financeiras) e reserva de valor no sistema econômico internacional (Prates, 2002, 148). Numa economia monetária, na qual se supõe a existência de um ambiente não-ergódico, a função reserva de valor da moeda adquire importância especial, por ser a forma na qual a riqueza é socialmente validada³.

² No período 2003-2007, a dívida externa deixou de ser um problema relevante para países como o Brasil. Entretanto, segundo Reinhart, Rogoff e Savastano (2003), propositores da tese da intolerância ao endividamento, a intolerância ao endividamento externo tem sido substituída pela intolerância ao endividamento interno, definida pelo limite entre dívida interna e PIB aceita pelo mercado financeiro.

³ Uma economia monetária, no sentido keynesiano do termo, pode ser entendida a partir de três princípios. “The first principle would be the non-neutrality of money; that is, the idea that it affects ‘motives and decisions’. Secondly, the irreversibility of time generates non-ergodic environments in which the tendency to gravitation towards a long-period equilibrium does not operate and in which the kinds of behaviour described by neo-classical models are themselves irrational. Inergodic processes exhibit statistical averages different from temporal averages, making learning through trial and error impossible (Davidson, 1984, p. 185; apud, Carvalho, 1994, p. 42). Finally, the third principle would be that in a non-ergodic world, where production takes time, societies develop means to deal with uncertainty, the most common and widespread of which is the creation of a system of forward money contracts” (Carvalho, 1992, p. 42).

A tese da intolerância ao endividamento (*debt intolerance*) trata da “intolerância” dos mercados financeiros, em relação aos países periféricos, em aceitar níveis de endividamento semelhantes aos níveis existentes em países centrais. Segundo os defensores desta tese, esta intolerância seria derivada do histórico de *default* e de políticas “inconsistentes” destes países, que ao longo do tempo teria minado a credibilidade dos mesmos, fazendo com que o limite de endividamento aceito para estes fosse diferente do limite aceito para países centrais.

O enfoque do pecado original (*original sin*), por sua vez, diz respeito à incapacidade de alguns países emitirem títulos de dívida externa na sua própria moeda. Neste caso, esta incapacidade é o resultado da existência de custos de transação, que levariam a uma alocação do porta-fólio global em poucas moedas. A principal consequência do pecado original é a exacerbação do caráter pró-cíclico dos fluxos de capitais, pois os mercados financeiros internacionais, sabendo que um determinado país tem sua dívida externa denominada em outra moeda, e que, portanto, uma depreciação da taxa de câmbio tornará mais difícil o pagamento do serviço da dívida externa, criarão uma maior resistência em atuar como credores dos países em questão.

Já o descasamento de moedas (*currency mismatch*) pode ser definido pelo descasamento entre ativos e passivos numa determinada moeda e seria o resultado do histórico de fraquezas de política econômica e de instituições por parte de alguns países. O descasamento de moedas é apontado por estes autores como um dos principais responsáveis pelas crises financeiras em países periféricos.

No fim do capítulo, na seção de avaliação do debate, argumentaremos que os três fenômenos discutidos dizem respeito à inconvertibilidade monetária e à insuficiência da função reserva de valor de uma determinada moeda. Além disso, faremos uma análise crítica destes conceitos e questionaremos as relações de causalidade entre eles. Conforme observamos, estes fenômenos têm implicações na composição e volatilidade dos fluxos de capitais e, conseqüentemente, no comportamento da taxa de câmbio, o que remete à discussão de instrumentos de política cambial, objeto dos capítulos seguintes.

1.1.1. Intolerância ao Endividamento

A intolerância ao endividamento deve ser entendida como a incapacidade, por parte dos países periféricos, em administrar níveis de dívida externa que são administráveis para países avançados (Reinhart, Rogoff e Savastano, 2003, p. 8). Ela teria sua origem nos históricos de *default* e de inflação dos países, que, por sua vez, seriam os determinantes das suas frágeis estruturas fiscal e financeira. Para países periféricos, a “tolerância” no que diz respeito à relação entre dívida externa e PIB varia entre 15% a 20%. Um dado significativo é que países que entraram em *default* o fizeram repetidamente ao longo da história, isto é,

On average, the serial defaulters have had annual inflation exceeding 40 percent ... By contrast, the emerging market economies ... that have no external default history do not count a single twelve-month period with

inflation over 40 percent among them (Reinhart, Rogoff e Savastano, 2003, p. 9).

Esta intolerância pode ser explicada por uma pequena quantidade de variáveis, quais sejam o histórico de pagamento da dívida, o nível de endividamento e o nível de instabilidade macroeconômica. Para enfatizar a predominância dos fatores internos sobre os externos, os formuladores desta tese destacam

the governments' inability (or unwillingness) to offset the revenue losses stemming from trade and financial reform, and from disinflation, with new taxes or lower spending sets them up for a fall (Reinhart, Rogoff e Savastano, 2003, p. 52).

Por conseguinte, a utilização da política fiscal como instrumento anticíclico torna-se cada vez mais difícil. Por exemplo, no Brasil (desde a década de 1980), colocou-se em marcha um progressivo processo de erosão fiscal oriundo da diminuição de receitas das tarifas comerciais (abertura da conta corrente) e da quase extinção dos ganhos com senhoriagem a partir da estabilização dos preços no país, a partir do Plano Real. Assim, a “indisciplina” fiscal derivaria de uma incapacidade do país em lidar com essa nova realidade da estrutura de gastos e despesas. Entretanto, ao se utilizar o caso do Brasil como ilustração, verifica-se o caráter discutível deste argumento, pois a perda de receitas, que comprometeu a capacidade fiscal do Estado, está associada à socialização das perdas promovida

pelo governo brasileiro no episódio da crise da dívida. Ao se estatizar a dívida externa (através da transferência do risco cambial para o governo), num ambiente de escassez de fluxos de capitais externos, instaurou-se definitivamente um ambiente de crise monetária, dada a incompatibilidade de honrar compromissos de dívida cada vez maiores e de cumprir as funções orçamentárias do Estado. Portanto, o desregramento fiscal e a conseqüente crise monetária e inflacionária derivaram de uma decisão política do governo que, ao tomar o risco de câmbio para si, logrou sanear o balanço das firmas à custa da falência do Estado (Belluzzo e Almeida, 2002).

De acordo com Reinhart, Rogoff e Savastano (2003), a intolerância ao endividamento derivaria de três fatores. Em primeiro lugar, dos chamados “*soft factors*” (instituições, corrupção e governança), que seriam mais importantes do que diferenças nas políticas macroeconômicas para explicar diferenças na renda *per capita* dos diferentes países. Em segundo lugar, dos benefícios relativamente modestos do compartilhamento de riscos oferecidos pela integração dos mercados de capitais, ou seja, a liberalização da conta financeira não contribuiu para a estabilização da volatilidade do consumo. Por fim, do caráter pró-cíclico dos fluxos de capital, que em momentos de reversão do ciclo força o endurecimento da política fiscal e o aumento das taxas de juros (Reinhart, Rogoff e Savastano, 2003, p. 60).

A literatura da intolerância ao endividamento também destaca a correlação entre dívida externa e risco para países periféricos. O mesmo não ocorre para países desenvolvidos. Neste caso, níveis relativamente altos de endividamento governamental e privado podem coexistir com baixos níveis de risco.

Por fim, as soluções para a intolerância ao endividamento seriam: a adoção de reformas institucionais, tais como medidas que visem trocar fluxos de dívida por investimento direto estrangeiro (IDE), a diminuição da relação dívida externa / PIB ou a limitação na quantidade de empréstimos⁴. As mesmas (poucas) variáveis que determinam a intolerância ao endividamento externo determinam a intolerância ao endividamento interno. Este seria definido pela intolerância ao endividamento interno como proporção do PIB, ou seja, pela relação entre dívida interna e PIB aceita pelo mercado financeiro. Por último, segundo os autores desta vertente, os países que escaparam das altas relações entre dívida e PIB o conseguiram pela diminuição da dívida; países que conseguiram uma saída pelo crescimento seriam exceções.

1.1.2. Descasamento de moedas

O descasamento de moedas ocorre quando há um descasamento entre ativos e passivos numa determinada moeda. Para os autores que analisam este fenômeno, o mesmo é resultado de fraquezas institucionais e da “inconsistência” de política econômica. Goldstein e Turner (2004) definem o descasamento de moedas da seguinte forma:

When an entity's net worth or net income (or both) is sensitive to changes in the exchange rate, it is called a “currency mismatch “. The “stock” aspect of

⁴ Bulow e Rogoff (1990) defendem mudanças institucionais e legais que facilitem, para países periféricos, a substituição na conta financeira de dívida por Investimento Externo Estrangeiro (IDE) para evitar as recorrentes crises de dívida.

a currency mismatch is given by the sensitivity of the balance sheet (net worth) to changes in the exchange rate and the “flow” aspect is given by the sensitivity of the income statement (net income) to changes in the exchange rate. The greater the degree of sensitivity (of net worth / net income), the greater the extent of the currency mismatch (Goldstein e Turner, 2004, p. 1).

Em países periféricos, passivos denominados em moedas estrangeiras têm frequentemente financiado atividades em moeda local e o estoque de ativos em moeda estrangeira tem sido normalmente limitado. Desta forma, depreciações consideráveis da moeda doméstica podem destruir parte considerável do valor líquido das firmas e famílias e iniciar uma onda de insolvência, crise financeira e uma queda brusca na atividade econômica. Assim, o descasamento de moedas é apontado como o principal elemento das principais crises financeiras da periferia e é uma restrição estrutural quando se leva em conta a gestão cambial, ou seja, os países periféricos, ao escolherem seus regimes cambiais e as distintas técnicas de gestão cambial, devem levar em conta esta restrição. Goldstein e Turner (2004, p. 2) apontam

the origins of currency mismatch primarily in past and present weaknesses in economic policies and institutions in emerging markets themselves rather than in imperfections in international capital markets.

Pode-se concluir que, para os autores, o descasamento de moedas está mais associado à abordagem da intolerância ao endividamento (“inconsistência”

de políticas internas) do que a do pecado original (ligado aos determinantes externos, isto é, qualidade das moedas). As fragilidades seriam derivadas de diversos fatores. Em primeiro lugar, dos incentivos inadequados para fazer *hedge* contra risco de desvalorização cambial, como, por exemplo, a utilização de câmbio fixo⁵. Em segundo lugar, da implementação de políticas macroeconômicas “inconsistentes” (especialmente a política monetária) e da herança de desempenhos insatisfatórios da inflação, que impediriam o desenvolvimento de um mercado de bônus denominado em moeda doméstica. Em terceiro lugar, da falta de informação pública sobre a composição setorial do descasamento de moedas - que incentiva a indisciplina do mercado, pois limita as informações dos agentes financeiros sobre a situação de cada setor, assim como limita a avaliação por parte dos bancos no que se refere à ampliação de fundos denominados em moeda estrangeira para clientes corporativos com baixa receita em moeda estrangeira. Em quarto lugar, dos problemas no desenho e no nível de restrição do regime regulatório das operações bancárias, o que inclui limites de exposição em moeda estrangeira. Por fim, das políticas de gerenciamento de dívida mal conduzidas, especialmente a utilização excessiva de dívida indexada ao câmbio, ao invés da utilização de dívida indexada à inflação, como transição para a dívida a taxas fixas e a baixa priorização ao desenvolvimento do mercado de bônus doméstico, que poderia disponibilizar instrumentos de crédito e permitir a entrada de bancos estrangeiros (Goldstein e Turner, 2004, p. 3).

⁵ É importante observar que utilização do câmbio fixo foi necessária para a maior parte dos planos de estabilização inflacionária bem sucedidos da América do Sul.

Conforme observado, o descasamento de moedas pode desencadear uma séria crise financeira em um ou mais países; quase todos os episódios de crises financeiras recentes foram marcados por exposições em descasamento de moedas⁶. Dentre as medidas tradicionais de descasamento de moedas podem ser citadas as relações entre dívida externa de curto prazo e reservas internacionais, dívidas de empresas e bancos em relação às exportações e a relação entre M2 e reservas internacionais (Goldstein e Turner, 2004, p. 11). Os modelos de crises cambiais de “terceira geração”⁷ mostram como a dolarização do passivo, ao interagir com uma ampla depreciação, produz um declínio substancial do valor líquido do setor privado e da disponibilidade de crédito, uma queda no consumo e no produto e uma crise financeira. Apenas o descasamento de moedas, aliadas às interrupções súbitas de fluxos de capitais, poderia explicar como dívidas em moeda estrangeira associadas à depreciação poderiam resultar em crises cambiais e bancárias.

Nos casos em que a combinação entre amplo descasamento de moedas do setor bancário e depreciação cambial não resulta em substancial redução do produto, é porque ou o setor bancário tem um peso pequeno em relação ao PIB da economia ou o descasamento de moedas foi “socializado”, sendo transferido

⁶ Ver Allen et al. (2002). Furman e Stiglitz (1999) afirmam que a relação entre dívida denominada em moeda estrangeira de curto prazo sem *hedge* e crises financeiras é considerável.

⁷ “Nos modelos de terceira geração, que procuram explicar o novo padrão de crise que eclodiu no sudeste asiático, observa-se uma aproximação e convergência entre as literaturas de crises cambiais e bancárias. Nesses modelos, a ênfase se desloca dos fundamentos macroeconômicos “estritos” ou “ampliados”, para as características dos sistemas financeiros dos países “emergentes”. A fragilidade desses sistemas torna-se o elemento central na explicação das crises cambiais, pois estas estão intrinsecamente associadas a uma crise bancária que, por sua vez, pode se agravar em função da crise cambial. Ou seja, há uma interação entre as duas modalidades de crise. Assim, esses modelos também poderiam ser denominados de “modelos de crises gêmeas”. A literatura de crises bancárias “entra em cena” ao fornecer os elementos para a compreensão das causas desta fragilidade, que explicaria a maior vulnerabilidade dos países “emergentes”, vis-à-vis às economias desenvolvidas, a essas crises.” (Prates, 2002, p. 40).

do setor privado para o setor público ou ambos (Goldstein e Turner, 2004, p. 16). Por estas razões, a crise do Real em 1999 teria sido mais branda do que a crise asiática de 1997, por exemplo. Quando se tem uma recessão na economia internacional, uma considerável parte das diferentes teorias sugere a redução da taxa de juros, que estimula a demanda doméstica e torna possível a depreciação do câmbio, o que ajuda na recuperação da economia. Entretanto, no caso de uma crise financeira (numa economia com alto endividamento em moeda estrangeira sem *hedge* e com firmas alavancadas), como a que sofreram as economias do leste da Ásia no período 1997-1998, ambas as possibilidades de política monetária são inócuas: de um lado, se a autoridade monetária reduz os juros, a depreciação do câmbio pode gerar uma falência generalizada de bancos e empresas; de outro, se a taxa de juros é elevada para impedir uma desvalorização brusca, a carga financeira sobre as empresas aumenta, o que reduz ainda mais a demanda agregada num momento em que a economia já caminha para a recessão.

Para Goldstein e Turner (2004, p. 3), algumas ações são desejáveis para reduzir o descasamento de moedas. Em primeiro lugar, a introdução do câmbio flutuante administrado, pois o mesmo exige a atenção dos agentes ao risco cambial e incentiva-os a manter o descasamento de moedas sob controle. Em segundo lugar, o estabelecimento de um arcabouço de política monetária com metas de inflação que, aliado a um regime de flutuação administrada, pode fornecer uma boa âncora nominal para a inflação⁸. Em terceiro lugar, os bancos

⁸ Não obstante, o regime de metas de inflação tem como premissa a adoção de câmbio flexível, pois o sistema não pode ter duas âncoras (uma banda cambial e uma meta para a inflação).

nas economias emergentes deveriam aumentar seu monitoramento do descasamento de moedas no que concerne aos empréstimos concedidos às empresas e deveriam impor limites de crédito em moeda estrangeira para empresas que não geram receitas em moeda estrangeira. Os bancos deveriam fortalecer a supervisão prudencial monitorando o nível de exposição em moeda estrangeira de seus clientes na medida do possível, dado que o desenvolvimento do mercado de capitais dificulta a supervisão de posições em aberto, em função das posições alavancadas não serem facilmente monitoradas. Em quarto lugar, seria também desejável a divulgação de informações sobre o descasamento de moedas pelo FMI. Finalmente, propõe-se a priorização de dívidas indexadas à inflação em detrimento de dívida indexada ao câmbio e o fortalecimento das reservas de modo a permitir o pagamento do compromisso da dívida em moeda estrangeira associado a melhorias institucionais.

Desta forma, os países poderiam empreender significativos progressos para diminuir a extensão do descasamento de moedas ao adotar as políticas “apropriadas”, estruturas de mercados financeiros com padrões corretos de incentivos que desencorajem o descasamento de moedas, além do controle do endividamento e do acúmulo de reservas, mas observando as possíveis conseqüências macroeconômicas, tais como custo de carregamento, definido pelo diferencial entre a taxa de juros que remunera o título emitido internamente e o título adquirido externamente (normalmente o título com risco-zero), no caso de esterilização, e o incentivo ao endividamento externo.

A proposta para lidar com o descasamento de moedas seria a criação de um título denominado em dólar e indexado à taxa de crescimento do PIB. As

vantagens seriam a restrição da faixa de variação da relação dívida externa / PIB e a conseqüente redução da propensão a crises de dívida, a diminuição da necessidade de adoção de política fiscal pró-cíclica e a maior dificuldade de maquiagem para diminuir o tamanho da dívida por meio de alterações súbitas na taxa de câmbio (Goldstein e Turner, 2004, p. 109).

1.1.3. Pecado original

O fenômeno do pecado original tem como foco a estrutura dos porta-fólios globais e dos mercados financeiros internacionais. Mais precisamente, diz respeito à dificuldade que os mercados emergentes enfrentam quando tentam fazer empréstimos no exterior nas suas próprias moedas. Sua origem está na existência de custos de transação, sendo, portanto, um problema persistente e que está além do controle individual dos países (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2003; Eichengreen e Hausmann, 2005)⁹. Assim, de acordo com os defensores desta tese,

domestic policies and institutions are important for the ability of countries to borrow abroad in their own currencies but so are factors largely beyond the

⁹ A distinção dos artigos é aqui especialmente importante visto que o conceito de pecado original alterou-se ao longo do tempo. Tanto assim que Goldstein e Turner (2004) dirigiram boa parte de suas críticas à versão do pecado original baseada em Eichengreen e Hausmann (1999). Em Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003), o pecado original foi redefinido de forma a não incorporar mais a impossibilidade de financiamento doméstico de longo prazo (pois países como Chile, Hungria, Índia e Tailândia superaram este problema) e expressar claramente sua diferença em relação à intolerância ao endividamento.

control of the individual country (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2003, p. 5).

O pecado original pode trazer consigo três conseqüências importantes. Em primeiro lugar, o descasamento de moedas agregado, pois uma depreciação da moeda pode criar diferenças no valor dos ativos e passivos denominados em moeda estrangeira no balanço das famílias, firmas, governo e na economia como um todo, o que é uma importante causa do “medo de flutuar”¹⁰. Em segundo lugar, o acúmulo de reservas internacionais, que pode servir como estratégia para proteger o país de desequilíbrios financeiros. Por fim, o pecado original pode resultar em um pouco dos dois. Entretanto, é importante salientar que ambas as possibilidades trazem custos. Se, por um lado, o descasamento de moedas possui um custo elevado para os agentes, por outro lado devemos lembrar que o acúmulo de reservas gera um custo de carregamento que é tanto mais alto quanto maior for o diferencial de juros entre o título com risco zero e os títulos da dívida interna¹¹ (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2003).

O foco da abordagem do pecado original nos empréstimos externos surge de uma importante observação: na ausência de outras distorções, o nível de crescimento no mundo poderia, segundo autores que defendem a abertura financeira, aumentar se os fluxos de capitais se deslocassem dos países

¹⁰ Segundo Calvo e Reinhart (2000), o “medo de flutuar” refere-se ao fato de países periféricos que afirmam ter regime cambial flutuante adotarem uma política de considerável intervenção no mercado de câmbio. Segundo os autores do pecado original, há uma forte correlação entre este fenômeno e o “medo de flutuar”, que cria uma importante restrição na gestão cambial e na utilização de técnicas de gestão cambial por parte da autoridade monetária.

¹¹ Se a autoridade monetária optar pela não utilização da esterilização, o acúmulo de reservas resultará numa expansão monetária e num conseqüente descontrole sobre a taxa de juros básica.

avançados para os países emergentes. O nível de bem-estar dos países periféricos também poderia ser maior se estes pudessem usar a conta corrente e os fluxos de capital necessários para financiá-la para estabilizar a economia doméstica quando sujeita a choques. Entretanto, os capitais não fluem dos países ricos para os países pobres em momentos de crise, o que gera a impossibilidade da utilização da conta financeira para diminuir a volatilidade do consumo. Este fato deriva do pecado original. Se a dívida externa de um país é denominada em moeda estrangeira, uma depreciação do câmbio pode tornar mais difícil o pagamento do serviço da dívida, o que produz uma resistência nos credores internacionais e acentua o caráter pró-cíclico dos fluxos de capitais, sendo este um dos pontos principais do pecado original (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2003, p. 4). A relação entre o pagamento do serviço da dívida e o comportamento pró-cíclico dos fluxos de capital cria uma dificuldade adicional na gestão cambial, pois exige desta uma postura ativa e intervencionista, conforme veremos no próximo capítulo.

Não obstante, a utilização de políticas regulatórias e macroeconômicas que limitem a tomada de empréstimos no exterior poderia impedir o trânsito dos fluxos de capital dos países ricos para os países pobres, o que impossibilitaria o amortecimento de choques, isto é, de estrangulamentos no balanço de pagamentos, via empréstimos externos.

A correlação entre pecado original e volatilidade do crescimento do produto e dos fluxos de capital pode ser aferida a partir de testes econométricos.¹² Há três

¹² Em Eichengreen, Hausmann e Panizza (2005, p. 15) mostra-se que entre 1993 e 1998 a variação média da taxa de crescimento foi de 13% ao ano nos países da periferia contra 2,7% ao

razões que sustentam esta hipótese. Em primeiro lugar, o pecado original limita a capacidade das autoridades econômicas de empreender políticas anticíclicas, pois se torna mais difícil reduzir taxas de juros num ambiente de escassez de fluxos de capitais. Em segundo lugar, os passivos denominados em dólar limitam a capacidade da autoridade monetária em atuar como prestador de última instância. Em terceiro lugar, as dívidas denominadas em dólar aumentam o custo de uma depreciação cambial que, no momento de uma crise, pode levar a uma ampla queda no produto. Além disso, os testes mostram que há uma correlação negativa entre pecado original e classificações de crédito (*credit ratings*), uma vez que o pecado original torna o serviço da dívida dependente de uma taxa de câmbio com comportamento pró-cíclico¹³. A conclusão é de que as classificações de crédito são sensíveis ao fato de um país poder ou não tomar empréstimo no exterior na sua própria moeda e à capacidade do país em gerenciar um descasamento de moedas decorrente do pecado original (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2003, p. 19).

Já o nível de desenvolvimento econômico, a credibilidade monetária e a qualidade das instituições têm alguma influência no pecado original, mas as evidências sugerem que estas variáveis não dão conta de explicar de forma

ano nos países centrais. A variação da taxa de câmbio foi duas a três vezes maior no primeiro caso. O valor médio dos cinco anos da relação dívida/PIB aumentou mais de 50% nos países tipicamente subdesenvolvidos apenas pela variação da taxa real de câmbio. Os autores também mostram que não há relação entre fundamentos fiscais e classificação de risco.

¹³ Como a dívida externa é denominada em moeda estrangeira, um período de turbulência que leve a uma depreciação da taxa de câmbio pode comprometer ainda mais a capacidade do governo em honrar o serviço da dívida, criando um círculo vicioso. Cf. Eichengreen e Hausmann (2005).

convicente a natureza deste fenômeno. Apenas a variável “tamanho do país”¹⁴ é estatística e economicamente significativa como determinante do pecado original¹⁵ (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2003, p. 33):

the original sin is robustly related to country size and to countries’ status as financial centers, advanced economies or emerging markets but that it is only weakly related to institutional variables like rule of law and measures of policy like inflation and fiscal history. (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2003, p. 37).

A explicação do pecado original é precipuamente baseada nos custos e retornos da diversificação de porta-fólios num nível global. Para explicar o porquê de apenas alguns países grandes serem capazes de contrair dívida no exterior na sua própria moeda e o porquê da concentração do porta-fólio mundial em algumas moedas, os autores argumentam que

While each additional currency adds opportunities for diversification, it does so with decreasing marginal benefits. In a world with transactions costs (that increase with the number of currencies in which investors take positions), the optimal portfolio will therefore have a finite number of currencies (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2003, p. 38).

¹⁴ Esta variável leva em consideração o logaritmo das seguintes variáveis: PIB total, volume total de comércio e volume total de crédito.

¹⁵ Por isso Goldstein e Turner (2004) questionam, com certa razão, a defesa que Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) fazem da necessidade de reformas institucionais para a superação do pecado original. Se não há relação estatística, por que estas reformas seriam necessárias?

Além disso, Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2003, p. 39 afirmam que

large countries offer significant diversification possibilities, while small countries do not. If the transaction costs associated with international diversification are the same for investors in both countries, then the world will choose to invest in a few large currencies. Notice that this is through no fault of the small country, but a consequence of the existence of cross-border costs and asymmetries in size and diversification.

Desta forma, mesmo que se identifiquem características que permitiram a alguns países emitir dívida externa nas suas próprias moedas (por exemplo, África do Sul, Nova Zelândia e Polónia), seria uma falácia da composição assumir que se os demais países adquirissem estas características poderiam fazer o mesmo. Pelo contrário, cada país bem sucedido pode limitar a chance de outros, dado o benefício marginal decrescente da diversificação. Além desses fatores, países que foram potências comerciais ou passaram por idiosincrasias históricas podem estar imunes ao pecado original (pode-se citar o Reino Unido, potência mundial até meados do século XX e a Suíça, que possui uma posição geográfica e politicamente privilegiada na Europa, como ilustração). Por fim, a concentração do porta-fólio global em algumas moedas está para além das variáveis sob o controle dos países excluídos (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2003, p. 40).

1.1.4. Uma Avaliação do Debate

De acordo com o anteriormente exposto, a intolerância ao endividamento teria como causa fragilidades institucionais por parte dos países periféricos que os levariam a políticas insustentáveis. Desta forma, o histórico de políticas “inadequadas” resultaria nesta intolerância, ou seja, a relação de determinação partiria do plano interno para o externo, pois este histórico criaria uma incerteza no valor interno da moeda (principalmente através da inflação), que acabaria por se transmitir ao valor externo da mesma.

Mas a seguinte questão pode ser proposta: se o *default* periódico é um fenômeno difundido, por que os mercados repetidamente concedem empréstimos para países sujeitos à intolerância ao endividamento até o ponto em que o risco de crédito se torna significativo? Os próprios defensores da intolerância ao endividamento admitem que parte da resposta esteja no caráter pró-cíclico dos mercados internacionais de capitais. Portanto, o problema que se coloca é o da relação de determinação: são os sucessivos *defaults* que levam à resistência de endividamento por parte dos mercados internacionais e a inflações altas ou é a dinâmica da relação centro-periferia, que impede o endividamento na própria moeda e resulta na fragilidade da moeda doméstica como função reserva de valor, a responsável pelos sucessivos *defaults*?

Por este motivo, a hipótese da intolerância ao endividamento parece insuficiente, pois dá ênfase excessiva aos determinantes internos, sem levar em conta a dinâmica centro-periferia, que resulta na existência de países com estruturas produtivas e padrões de consumo heterogêneos. Esta peculiaridade

histórica do capitalismo periférico faz com que estes países tenham uma moeda frágil, que se efetiva numa diferença qualitativa das moedas no plano internacional.

Portanto, dentre as abordagens discutidas, somos mais simpáticos à tese do pecado original, pois esta atribui o problema da volatilidade dos fluxos de capital à estrutura global dos porta-fólios, que se relaciona aos custos de transação e inibem a introdução de um número muito grande de moedas nos porta-fólios globais. De acordo com esta tese, as economias dos mercados periféricos são voláteis porque as mesmas têm dificuldade em denominar suas obrigações em unidades monetárias que facilitem seu pagamento (na sua própria moeda ou indexada a alguma cesta de consumo doméstica), ou seja, o mercado financeiro internacional não atribui às moedas destes países o atributo de reserva de valor. Desta forma, ao contrário do que defendem os autores da abordagem da intolerância ao endividamento, esta intolerância está mais ligada ao pecado original do que a fraquezas institucionais. A dificuldade em emitir título de dívida na própria moeda exacerba o caráter pró-cíclico dos fluxos de capitais e torna os mercados financeiros internacionais mais resistentes em aceitar níveis de dívida semelhante ao dos países centrais.

Já a internacionalização de algumas moedas é também derivada de uma intensa competição de mercado entre as distintas moedas, que resulta na existência de uma rígida pirâmide entre as moedas que possuem e não possuem estatuto internacional, conforme Cohen (1998). Por conseguinte, a internacionalização de algumas moedas a partir de uma “competição darwiniana”, decorreria de

economies of scale, or reduced transaction costs, to be gained from concentrating cross-border activities in just one or at most a few currencies with broad transactional networks (Cohen, 1998, p. 95).

Entretanto, é importante ressaltar que mesmo a abordagem do pecado original não vai à raiz do problema, que é a existência de moedas com qualidades diferentes no plano internacional. Numa economia monetária, a moeda torna-se também um ativo financeiro mais ou menos líquido. No plano teórico, a preferência pela liquidez mostra que as diferentes moedas, enquanto ativos financeiros, podem ser mais ou menos líquidas, supondo um ambiente internacional relativamente estável. No plano histórico, a dinâmica centro-periferia se constitui num importante eixo divisor, não apenas de moedas com maior ou menor liquidez, mas, sobretudo, das moedas conversíveis e inconversíveis. Desta forma, argumentamos que há um salto qualitativo, e não apenas quantitativo, entre as moedas com e sem conversibilidade. Neste ponto, concordamos com Carneiro (2006a), que sugere que a inconversibilidade monetária é um atributo inexorável do subdesenvolvimento.

Já a literatura do descasamento de moedas está, ao nosso juízo, preocupada com as conseqüências destes problemas (pecado original e a intolerância ao endividamento). Ela enfatiza o descasamento dos balanços financeiros que podem surgir tanto das políticas “inconsistentes” apontadas pela literatura da intolerância ao endividamento quanto pela dificuldade encontrada pelos países emergentes em emitir dívida no exterior na sua própria moeda,

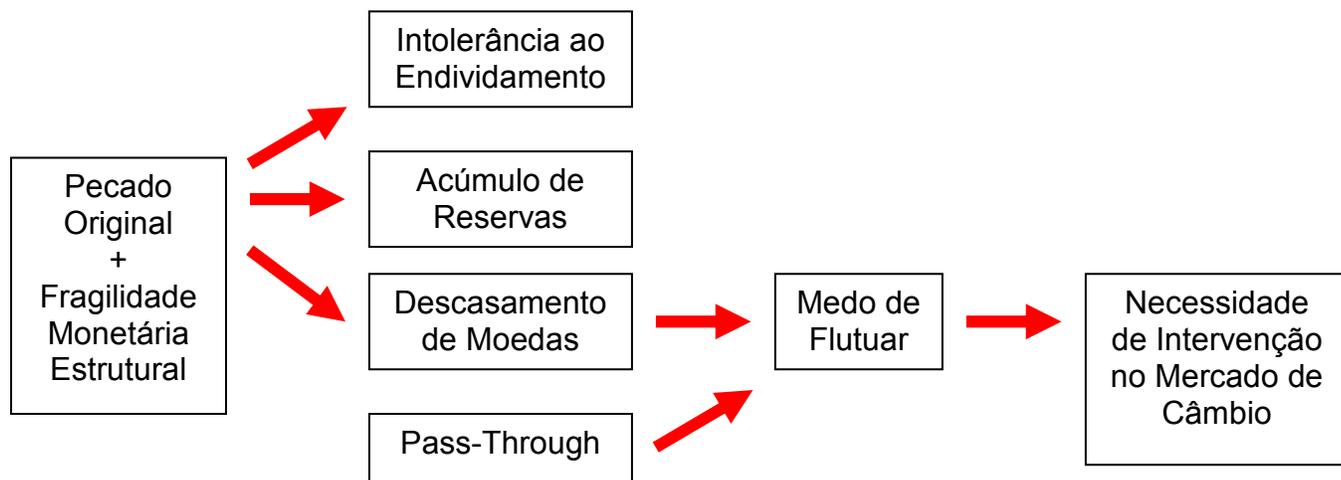
salientada pela escola do pecado original. A literatura do descasamento de moedas está preocupada em como estas conseqüências são gerenciadas pelas autoridades financeiras ou macroeconômicas.

O descasamento de moedas, que é uma das possíveis conseqüências do pecado original, consiste num dos principais obstáculos para a operação de regimes cambiais flutuantes em países periféricos, resultando no “medo de flutuar” (*“fear of floating”*), que se refere ao fato de países periféricos que possuem regimes de câmbio flutuante fazerem mais intervenções no mercado cambial do que países centrais que afirmam ter câmbio flutuante¹⁶. Por conseguinte, este é um dado estrutural do qual partiremos ao analisarmos, no segundo e no terceiro capítulo do trabalho, as possíveis técnicas de intervenção e gestão cambial no regime de flutuação “suja” do Real. A Figura 1.1 resume a avaliação do debate.

Por fim, as três abordagens a serem analisadas nesta primeira parte do capítulo, apesar de tratarem de fenômenos aparentemente distintos, estão de alguma forma relacionadas à inconversibilidade da moeda, pois ou tratam das “razões que impedem as moedas inconversíveis em transformarem-se em reserva de valor” (Carneiro, 2006a, p. 6), ou dizem respeito à incerteza em relação ao valor externo de uma moeda periférica. Esta incerteza, fundada no fato de que estas moedas não exercem a função reserva de valor no plano internacional, é um dado estrutural das moedas periféricas, que cria obstáculos na gestão cambial e nas escolhas de suas respectivas técnicas.

¹⁶ Ver Calvo e Reinhart (2000) e Hausmann, Panizza e Stein (2000).

Figura 1.1. Sistematização do Debate.



Fonte: Elaboração Própria.

1.2. Inconvertibilidade Monetária: O Debate Brasileiro

O debate acerca da inconvertibilidade monetária ganhou contornos *sui generis* no país, dividindo-se em dois grupos de autores. O primeiro grupo defende a adoção da irrestrita convertibilidade¹⁷ monetária como caminho “natural” para que o Real se torne uma moeda reserva de valor no plano internacional. Com a adoção deste novo marco regulatório, que significa o fim das restrições legais à convertibilidade da nossa moeda, a autoridade monetária sinalizaria aos agentes sua crença na mudança da qualidade do padrão monetário, que mudaria a percepção dos agentes em relação à mesma e a tornaria naturalmente reserva de valor (ver Arida, 2003a; Arida, 2003b; Arida, 2004). O segundo grupo atribui a

¹⁷ Para estes autores, a convertibilidade, que é um conceito diferente daquele apresentado ao longo do trabalho, diz respeito à irrestrita abertura da conta financeira. A consequência “natural” da adoção da plena convertibilidade é a transformação da nossa moeda em reserva de valor no plano internacional.

insuficiência da função reserva de valor à existência de uma hierarquia de moedas no plano internacional. Esta hierarquia seria uma barreira estrutural que colocaria estas moedas impreterivelmente no espectro das moedas inconvertíveis. Assim, a adoção da irrestrita convertibilidade não só não garantiria o estatuto de reserva de valor ao Real, como também criaria problemas adicionais à qualidade do nosso padrão monetário (ver Belluzzo e Carneiro, 2004; Oreiro et al., 2004; Ferrari-Filho *et al.*, 2005; Carneiro, 2006a). Nesta seção, trataremos de expor as distintas visões no que concerne a esta questão.

1.2.1. A Proposta Arida

Segundo Arida (2004), Arida (2003a), Arida (2003b) e Arida, Bacha e Lara-Resende (2004), a insuficiência da função reserva de valor da moeda estaria ligada a não existência de um marco regulatório de irrestrita convertibilidade. A adoção deste marco consolidaria a convertibilidade da moeda e significaria a supressão de qualquer restrição à conversão da moeda nacional em moeda estrangeira. Ela permitiria, através da queda dos juros, a diminuição da relação dívida/PIB ao longo do tempo, a diminuição do superávit primário e o aumento dos investimentos privados, o que incentivaria o crescimento econômico (Arida, 2003a). Além disso, a abertura da conta financeira traria ganhos por possibilitar a alocação de capital em oportunidades de investimento mais produtivas em outros países e diminuir o impacto da flutuação da renda sobre o consumo (via empréstimos em momentos de contração da renda ou pelo retorno de

investimentos em países com ciclos de produto não correlacionados com o nosso).

A abertura da conta financeira permitiria às famílias, firmas e governo endividarem-se num momento recessivo. Como o componente consumo tem um importante papel na composição da renda, o endividamento para manutenção do consumo poderia amenizar a contração da renda. A possibilidade de diversificação de carteira permitiria que fossem investidos recursos em países com ciclos de produtos distintos do ciclo doméstico. Desta forma, uma crise doméstica poderia ocorrer num momento de expansão do produto em outro país, o que poderia acarretar maiores retornos aos investimentos feitos por residentes no exterior, o que também teria um papel de suavizar a queda da renda doméstica na medida em que fossem utilizados para o consumo dos detentores destes investimentos¹⁸ (Arida, 2004).

A adoção de restrições à conversibilidade estaria ligada tanto a distorções externas, como forma de combater ataques especulativos que aumentem a volatilidade da taxa de câmbio, como internas, associadas ao frágil padrão monetário doméstico¹⁹. Estes controles poderiam ser contraproducentes na medida em que seria difícil prever processos especulativos *a priori*²⁰. Por fim, a

¹⁸ Entretanto, é importante observar o fato de testes econométricos mostrarem que a integração financeira aumentou a volatilidade da taxa de crescimento do consumo em relação à volatilidade da taxa de crescimento do produto. Assim, a integração financeira não permitiu que “os países compartilhem o risco de renda e suavizem o consumo” (Kose *et al.*, 2006, p. 22).

¹⁹ Neste ponto, vale destacar que Arida (2004) vincula a fragilidade do padrão monetário à qualidade inferior da jurisdição brasileira. Entretanto, a fragilidade monetária, como veremos adiante, deriva de um problema estrutural. Numa economia monetária, tem-se necessariamente uma hierarquia entre as moedas (Carvalho, 1992).

²⁰ O controle cambial deve ter como funções (i) evitar ataques especulativos que instabilizem a taxa de câmbio e (ii) garantir uma taxa de câmbio que esteja em conformidade com os objetivos macroeconômicos (isto não foi citado por Arida, 2004). Este conceito, para usar a terminologia do *mainstream*, é normativo e não positivo. Ao contrário, uma taxa de câmbio (combinada com os

insuficiência da função reserva de valor da moeda doméstica é um reflexo do que o autor denomina “risco jurisdicional” da mesma (Arida, 2003b; Arida, Bacha e Lara-Resende, 2004).

Arida (2004) define a taxa de juros doméstica da seguinte forma:

$$(1.1) \quad i = i^* + RS + VC_e$$

Esta equação vale sob a condição de livre mobilidade de capitais na qual i é a taxa de juros doméstica, i^* é a taxa de juros livre de risco (normalmente representada pela remuneração do título de dívida do governo norte-americano), RS é o risco soberano e VC_e é a expectativa de variação cambial no período considerado. Já o risco soberano (RS) pode ser expresso da seguinte forma:

$$(1.2) \quad RS = RC + RJ$$

Neste caso, RC é o risco de crédito e RJ é o risco jurídico. O estabelecimento da plena conversibilidade *de jure* da moeda, que se efetivaria principalmente pela supressão da Lei 4131 de 3 de setembro de 1962²¹, sinalizaria a confiança da autoridade monetária no seu padrão monetário, o que por sua vez seria transmitido aos agentes econômicos. Por conseguinte, esta sinalização, substantivada na conversibilidade e fundada num novo marco regulatório, se crível aos olhos dos agentes econômicos, eliminaria o risco jurídico (RJ), diminuindo o

juros) adequada é aquela que garante um crescimento a taxas razoáveis com equilíbrio externo. Isto não é obrigatoriamente fornecido pelo “livre” encontro das forças de mercado.

²¹ Para ler a Lei 4131 na íntegra, ver http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4131.htm.

risco soberano (RS), o prêmio de risco associado a nossa moeda e a taxa de juros (i) em real (Arida, 2004).

A não adoção de um regime de plena conversibilidade não estaria, por sua vez, associada a fragilidades usuais (mercado financeiro doméstico pouco desenvolvido, câmbio fixo, ausência de superávit fiscal expressivo, supervisão bancária insuficiente ou desequilíbrios patrimoniais latentes), mas à presunção de que controles cambiais devem contrabalançar distorções de outra natureza. Tratar-se-ia de um problema de “*second best*”, ou seja, se estes controles aumentam ou diminuem o bem-estar da sociedade (Arida, 2003a, 2003b).

No que concerne ao impacto da proposta nas variáveis monetárias e econômicas, Arida (2004) admite que num sistema de metas de inflação, há sempre um *trade-off* entre volatilidade do produto e volatilidade da inflação, pois choques externos não são acomodados. Um choque adverso (depreciação) tem que ser contrabalançado por um aumento dos juros para controlar a inflação. Neste caso, o controle cambial deveria ser usado para aplainar a trajetória do câmbio, de forma a evitar impactos indesejáveis na renda. No entanto, para o autor

a identificação *a priori* de processos especulativos é muito mais difícil do que parece, de sorte que muitas vezes tentativas de aplainar trajetórias de câmbio que se afiguram especulativas podem na verdade prestar um desserviço ao bom funcionamento da economia (Arida, 2004, p. 6).

Além disso, não há como separar o componente fundamental e especulativo dos preços. A maior volatilidade do câmbio poderia exacerbar a volatilidade dos juros e do emprego. Também poderia induzir o setor privado a se endividar mais (pela falsa crença na estabilidade cambial que incentivaria o risco moral - *moral hazard*), o que poderia gerar perdas patrimoniais no caso de uma desvalorização (Arida, 2004, p. 6). Assim, a imposição de controles afetaria o equilíbrio do mercado cambial, pois

A expectativa da introdução de controles aumenta assim a demanda por ativos em moeda estrangeira, criando uma demanda por precaução que de outra forma não existiria, e termina por agravar o processo de desvalorização em curso (Arida, 2004, p. 8).

Ademais,

Em não havendo riscos de controles de saída, um surto especulativo que tenha provocado uma depreciação exagerada será corrigida naturalmente pelo fluxo de entrada de capitais atraído pela aquisição de ativos domésticos a preços depreciados (Arida, 2004, p. 10).²²

²² Esta afirmação soa estranha quando avaliada a luz da experiência internacional. Stiglitz (1998) discute, por exemplo, o papel de depreciações cambiais em crises financeiras, concluindo que estas não são corrigidas naturalmente e que, ao contrário, podem resultar em crises financeiras e cambiais significativas.

O autor advoga, portanto, que a percepção da qualidade inferior do nosso padrão monetário não refletiria nossa realidade. Desta forma, a permanência de mecanismos de controle de capitais seria uma sinalização que apenas retardaria a colheita dos resultados da “boa” gestão macroeconômica adotada, principalmente, a partir de 1999, com a adoção de três medidas: superávit primário, regime de taxa de câmbio flexível e sistema de metas de inflação.

1.2.2. Críticas à Proposta Arida

A crítica mais geral à proposta Arida refere-se ao fato de que a conversibilidade plena não elimina as fragilidades genético-estruturais da nossa moeda, como a inconvertibilidade monetária, o que, do ponto de vista dos residentes, traduz-se no pecado original que, por sua vez, pode desembocar no descasamento de moedas. A principal consequência desta fraqueza é a assimetria entre oferta e demanda de divisas. Esta assimetria decorre do fato que a plena conversibilidade estimula os residentes a converter parte de suas riquezas em moedas conversíveis, não apenas pela desconfiança na moeda doméstica, mas pela simples existência de moedas com maior qualidade, que permite a diversificação de porta-fólio. Além disso, há um prêmio de liquidez demandado por agentes que mantêm riqueza em moedas fracas. Finalmente, enquanto a oferta de divisas é em grande medida determinada pelos fluxos (por exemplo, relações comerciais), a demanda por divisas é determinada principalmente pelos estoques – por exemplo, na forma de *hedges* contra descasamento de moedas na relação entre dívida e receita (Belluzzo e Carneiro, 2003, p. 220).

A inconvertibilidade monetária está intimamente ligada ao pecado original. Não obstante, há outras consequências relevantes (para além do descasamento de moedas) oriundas desta inconvertibilidade estrutural, tais como restrições ao aprofundamento financeiro, a dificuldade na constituição de um sistema de financiamento de longo prazo e barreiras ao desenvolvimento de formas superiores de organização capitalista (pela incapacidade da moeda local em desempenhar a função de instrumento de centralização de capitais na esfera financeira). Portanto, a noção de inconvertibilidade pode ser entendida como atributo essencial do subdesenvolvimento (Carneiro, 2006a)²³.

Já as moedas ditas convertíveis seriam portadoras das seguintes características: estabilidade (definida por uma baixa taxa de inflação), baixo risco de perda de capital (os países devem ter mercados financeiros desenvolvidos de alta liquidez) e externalidade de rede (na medida em que sua utilização é mais disseminada, aumentam os benefícios marginais de sua utilização) - determinada pelo peso do país e de suas relações comerciais e financeiras na economia mundial (Cohen, 1998, p. 136).

No plano histórico, com a significativa redução do patamar de inflação, criou-se na periferia a possibilidade de endividamento de longo prazo no plano doméstico, mas o mesmo não ocorreu no que diz respeito à possibilidade de

²³ O conceito de pecado original ampliado proposto por Carneiro (2006a), que inclui o fato de uma moeda não exercer as funções da moeda e a não constituição de um sistema de financiamento de longo prazo, é muito semelhante ao apresentado por Eichengreen e Hausmann (1999). Esta definição foi o ponto de partida que se substantivou na querela expressa em Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) e Goldstein e Turner (2004). Os primeiros recuaram e adaptaram o conceito de pecado original, pois os segundos questionaram a validade do conceito ao constatarem que alguns países portadores do pecado original, segundo a classificação de Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003), superaram a impossibilidade de constituir um sistema de financiamento de longo prazo.

endividamento no exterior na própria moeda. Tal fato demonstra que a estabilização do valor interno da moeda não necessariamente levaria à estabilização do valor externo da moeda²⁴.

Conforme já explicitamos, os defensores da plena conversibilidade afirmam que inconvertibilidade seria fruto das restrições legais dos fluxos de capitais tanto no acesso dos residentes quanto na saída de não-residentes. A remoção destas restrições legais (convertibilidade irrestrita) converteria a moeda em reserva de valor. Não obstante, é desprezado o fato de que uma suposta relação diretamente proporcional entre controles de capital e prêmio de risco não se efetiva na prática, tal como demonstrado em Oreiro *et al.* (2004). Além disso, a existência de uma hierarquia entre as moedas não é necessariamente redutível aos seus aspectos legais e se efetiva

na existência de uma fratura entre o valor interno da moeda (valor monetário de uma cesta representativa de bens e serviços e sua variação) e seu valor externo (medido por uma taxa de câmbio com uma divisa-chave e sua variação, ou o ouro e sua respectiva variação) (Carneiro, 2006a, p. 7).

Ademais, as moedas inconvertíveis não possuem, no plano internacional, nenhuma das funções clássicas da moeda, o que é manifesto pela cisão da unidade de suas funções e pela perda da função reserva de valor. No caso limite

²⁴ A estabilidade do valor externo da moeda pode ser definida pelo comportamento dos preços chave da moeda: taxa de câmbio e taxa de juros. A instabilidade monetária é diretamente proporcional à instabilidade destas variáveis.

da inconvertibilidade, pode ocorrer a dolarização de preços e contratos ou a substituição completa da moeda, fato ocorrido no caso das hiperinflações clássicas. Nos momentos em que se conseguiu manter ao menos parcialmente algumas de suas funções (unidade de conta e meio de pagamento) houve duas manifestações da insuficiência da função reserva de valor: altas taxas de juros (fruto da desconfiança sobre a moeda) e ausência de um sistema de financiamento de longo prazo por meio de créditos ou títulos (Carneiro, 2006a, p. 7).

Os principais obstáculos ao financiamento de longo prazo não estão associados à magnitude do estoque de poupança, mas à sua concentração nas formas mais líquidas. O piso da taxa de juros que remunera o título de dívida torna proibitiva a aquisição de ativos fixos e o custo de financiamento de longo prazo. Por conseguinte, não se forma uma *yield curve* em função da alta rentabilidade dos títulos de curto prazo (Hermann, 2004, p. 243).

Assim, um ativo emitido num país periférico (em moeda doméstica ou estrangeira e sob jurisdição nacional ou internacional) se constitui numa frágil reserva de valor no plano internacional, pois a estabilidade inflacionária não garante estabilidade monetária (manifestada pelo comportamento do câmbio e dos juros). Para parcela expressiva das moedas periféricas, é a instabilidade do valor externo da moeda a razão para a instabilidade inflacionária no plano doméstico. Quanto menor a confiança em determinada moeda, maiores os riscos aos quais os detentores da mesma estão expostos. No caso das moedas inconvertíveis, além do prêmio de risco ser maior, o pecado original confere uma dimensão particular ao risco de câmbio. Portanto, a inconvertibilidade cria um mecanismo de

reforço circular no que diz respeito aos ativos denominados em moedas fracas: uma moeda com fraco apelo de reserva de valor oferece altos rendimentos que reforçam seu caráter especulativo, o que gera comportamento mais volátil. Além disso, por serem denominados em moedas de menor qualidade, são mais sensíveis aos ciclos de liquidez internacional (“interrupções súbitas” - *sudden stops*), conforme Calvo e Reinhart (2000). A emissão de títulos de países emergentes em moeda própria é característica dos períodos de auge do ciclo internacional (Carneiro, 2006a, p. 12).

Ademais, as altas taxas de juros (definidas pelo risco zero do sistema – por exemplo, a taxa que remunera os títulos de dez anos do Tesouro dos EUA - somado ao risco país e à expectativa de desvalorização) e sua volatilidade inviabilizam operações de desdobramento de prazos (empréstimo bancário ou emissão de títulos), pois estas taxas de juros, associadas a elevados *spreads*, podem aumentar os riscos da operação. Portanto, não se consegue levar a cabo um sistema de financiamento de longo prazo (Hermann, 2004, p. 288).

Ainda no curto prazo, há um risco de preço elevado devido à alta volatilidade da taxa de juros. Desta forma, uma diminuição no risco jurisdicional, tal como defendida por Arida (2004), seria mais do que compensada por um aumento do risco cambial, exacerbando a instabilidade das principais variáveis macroeconômicas (Ferrari-Filho et al., 2005). Isto fica claro em relação ao crédito bancário, no qual o *spread* da taxa de juros passiva (captação) ante a ativa (financiamento) é elevado. Não por acaso, estes *spreads* são menores nas operações ativas pós-fixadas. Assim, um importante obstáculo para a constituição de um sistema de financiamento de longo prazo é a insuficiência da função

reserva de valor da moeda local (decorrente do pecado original), que pode ser exacerbada por um elevado passivo externo e um baixo montante de reservas (a depender do ciclo) que acentua a volatilidade da taxa de juros (Carneiro, 2006a, p. 13).

Para concluir, a conversibilidade monetária de direito “deverá promover o seu enfraquecimento, como aliás ocorreu nos últimos anos, ante um marco regulatório crescentemente permissivo” (Belluzzo e Carneiro, 2003, p. 4). A melhoria da posição da moeda poderia ser alcançada através da aplicação de instrumentos de técnicas de gestão cambial, que poderiam disciplinar a arbitragem entre taxas de juros internas e externas. Além disso, estes instrumentos permitiriam o melhor gerenciamento do comportamento da taxa de câmbio, tornando-a menos volátil e mais compatível com objetivos macroeconômicos, tais como o crescimento, a competitividade das exportações e a estabilidade financeira. A discussão teórica dos instrumentos de política cambial será o objeto do próximo capítulo.

Capítulo 2. Instrumentos de Intervenção no Mercado de Câmbio sob o Regime de Câmbio Flexível.

2.1. Algumas Considerações Gerais²⁵

Apesar da retórica dos organismos multilaterais em prol do regime de câmbio flexível após as sucessivas crises financeiras da década de 1990 e do discurso da maior parte das autoridades monetárias de países periféricos em favor do mesmo, o que se constata na prática é que estes países praticam um regime cambial com flutuação “suja”, isto é, a taxa de câmbio é, em princípio, determinada pelas forças do mercado, mas, ao mesmo tempo, está sujeita a intervenção da autoridade monetária²⁶. Este fenômeno foi denominado “medo de flutuar” (*fear of floating*) (Calvo e Reinhart, 2000). Os autores desta vertente apontam a falta de credibilidade da política monetária como o principal motivo para a existência deste fenômeno. Não obstante, ao nosso juízo, o medo de flutuar tem outras causas e a adoção de estratégias defensivas, no que tange à taxa de câmbio, pode ser justificada por diversos fatores²⁷.

Em primeiro lugar, podemos citar a pouca profundidade e liquidez dos mercados de ativos financeiros e moedas da maioria dos países periféricos²⁸, que podem provocar “efeito manada” em momentos de incerteza²⁹. Em segundo lugar,

²⁵ O autor agradece Daniela Magalhães Prates, pois a idéia de escrever um capítulo sobre essa discussão partiu da leitura do seu relatório para o BNDES (Cf. bibliografia).

²⁶ Aqui nos referimos predominantemente aos países latino-americanos, que optaram por uma inserção via conta financeira. Há outros países periféricos, por exemplo, muitos asiáticos, que optaram por uma inserção via conta comercial.

²⁷ É importante frisar que a discussão entre a necessidade de intervenção no mercado de câmbio e a ausência de intervenção, seja através do regime cambial flutuante ou de regimes como o *currency board*, tem como pano de fundo a querela sobre a necessidade ou não de intervenção do Estado na economia.

²⁸ Esta é uma característica geral dos países periféricos, mas há exceções. O Brasil, por exemplo, possui um mercado cambial e de derivativos desenvolvido e sofisticado.

²⁹ Os países centrais podem também estar sujeitos ao “efeito manada”. Entretanto, salientamos que nos países periféricos este efeito pode ter conseqüências mais graves, dada a menor profundidade e liquidez destes mercados.

os agentes participantes desses mercados, dentre eles *hedge funds*, fundos de *private equities* e outros investidores institucionais de perfil especulativo, têm maior peso em relação ao tamanho dos mercados financeiros e também colaboram para sua instabilidade. Em terceiro lugar, a instabilidade da taxa de câmbio pode resultar no desestímulo às exportações dado a importância do câmbio como âncora de expectativas e como unidade de conta para a remuneração dos exportadores. Em quarto lugar, a existência de *passthrough*, que significa o repasse aos preços de variações cambiais, em alguma medida, pode estimular a intervenção na taxa de câmbio. Em quinto lugar, podemos citar a maior volatilidade dos fluxos dada a estreiteza destes mercados e a necessidade de acumular reservas para intervir em momentos de “nervosismo” (Mohanty e Scatigna, 2005; Moreno, 2005). Por fim, o principal motivo que justifica a intervenção no mercado de câmbio é o risco de descasamento de moedas, derivado do pecado original e, conseqüentemente, do fato das moedas periféricas não exercerem a função reserva de valor no plano internacional. Esta inconversibilidade das moedas periféricas, discutida no capítulo anterior, é o dado estrutural a partir do qual discutiremos as diferentes “técnicas de gestão cambial”.

A eficácia da intervenção da autoridade monetária no mercado cambial tem sido objeto de controvérsia na literatura. Num regime de flutuação “suja”, a eficácia das intervenções está diretamente relacionada à correlação de forças entre os agentes privados e a autoridade monetária, ou seja, à capacidade de fazer com que as expectativas dos agentes privados convirjam aos objetivos da autoridade monetária. Além disso, o sucesso da intervenção está negativamente correlacionado com o grau de abertura financeira (Fahri, 2006). Ademais, a maior

participação de investidores estrangeiros torna mais complexa a formação das expectativas do mercado, uma vez que o comportamento destes pode estar condicionado a acontecimentos de outros mercados financeiros.

O grau de abertura financeira está ligado a três modalidades de transações: (i) *inward transactions* (permissão à entrada de não-residentes no mercado financeiro doméstico e captação de recursos externos por residentes), (ii) *outward transactions* (referentes à saída de capitais efetuadas por não residentes e pela possibilidade de que não-residentes se endividem no mercado financeiro doméstico) e (iii) à possibilidade de transacionar moeda estrangeira no espaço nacional (Akyuz, 1993).

Já os diferentes graus de abertura financeira exigem diferentes “técnicas de gestão do capital”, que podem se efetivar através de restrições diretas aos fluxos internacionais de capital privado ou através do fortalecimento da supervisão prudencial em relação às instituições financeiras domésticas. As “técnicas de gestão do capital” podem ser estáticas ou dinâmicas. Enquanto as primeiras não são modificadas pelas autoridades numa eventual mudança conjuntural, as segundas o são (Epstein *et al.*, 2003).

Por fim, três tipos de circunstâncias podem levar à adoção destas técnicas, quais sejam, as mudanças no ambiente econômico, a identificação de vulnerabilidades e a tentativa de inibir a utilização de eventuais “brechas” na legislação (Epstein *et al.*, 2003). Nesta seção, analisaremos “técnicas de gestão do capital” mais específicas, que dizem respeito à intervenção no mercado de câmbio num regime de flutuação suja. Além de conceituá-las, discutiremos os objetivos, os métodos e a eficácia de cada uma.

2.2. Intervenção no Mercado de Câmbio: Definição

As intervenções oficiais no mercado de câmbio podem ser entendidas

as those foreign exchange transactions of monetary authorities designed to influence exchange rates, but can more broadly refer to other policies for that purpose (Neely, 2000, p. 1).

A definição proposta por Neely (2000) vai de encontro à definição mais “estreita” de intervenção discutida por Moreno (2005). De acordo com este, as intervenções no mercado de divisas só poderiam ser consideradas “intervenções” caso fossem esterilizadas, isto é, não impactassem a base monetária e, ao mesmo tempo, tivessem como objetivo influenciar a taxa de câmbio. A definição ampla de intervenção esterilizada está associada a uma mudança na posição dos ativos líquidos em moeda estrangeira que é compensada por uma mudança correspondente na posição em ativos líquidos em moeda doméstica, que faz com que o passivo monetário da autoridade monetária permaneça sem mudanças. Caso haja uma mudança no seu passivo monetário decorrente de uma mudança na posição dos ativos líquidos em moeda estrangeira (desta forma, por exemplo, uma redução nas reservas em moeda estrangeira resultaria numa redução da base monetária), a intervenção é dita não esterilizada, conforme Jurgensen, 1983.

Entretanto, Moreno (2005) alerta para o fato de que a definição “estreita” despreza pontos importantes no que se refere às intervenções efetivamente praticadas pelas autoridades monetárias, especialmente nos países periféricos.

Em primeiro lugar, em geral, as intervenções podem não ser imediatamente esterilizadas, por opção da autoridade monetária. Em segundo lugar, esta pode empreender operações no mercado de câmbio como instrumento de política monetária, o que necessariamente implica a não esterilização da operação³⁰. Desta forma, todas estas operações são de grande interesse e podem ser desprezadas no caso de uma definição estreita. Para o propósito deste trabalho, englobaremos no rol das intervenções no mercado de câmbio as intervenções relacionadas à base monetária, aos mercados *spot* e *forward*, ao mercado de opções e as intervenções indiretas.³¹

2.3. Intervenções no Mercado de Câmbio num Regime de Taxa de Câmbio Flexível

2.3.1. Objetivos Macroeconômicos e Variáveis a serem Monitoradas

As intervenções no mercado de câmbio podem ser justificadas por três objetivos macroeconômicos básicos: o controle da inflação, a garantia da competitividade externa e a manutenção da estabilidade financeira. É importante destacar que a interação entre os objetivos e as diferentes formas de intervenção está ligada a fatores como grau de desenvolvimento econômico dos países, grau

³⁰ A análise da esterilização ou não esterilização de uma operação não deve se basear no fato de alterarem ou não a base monetária. "While the standard textbook distinction between sterilised and unsterilised intervention is based on a quantity criterion (the impact on base money), in practice the relevant condition is whether or not interest rates are affected. Since both the demand for and supply of base money changes significantly day to day due to autonomous factors, maintaining short-term interest rates does not always require that the entire amount of intervention be offset in the domestic money market". (Disyatat e Galati, 2005, p. 98).

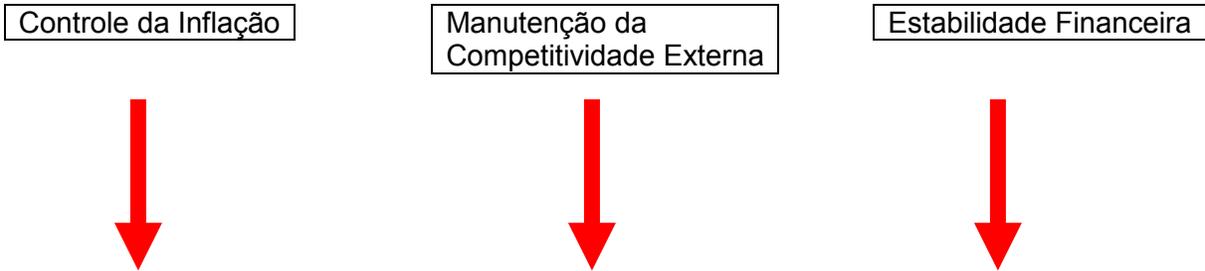
³¹ Estes termos serão definidos e discutidos nas seções subseqüentes.

de abertura financeira, profundidade e integração dos mercados, integração comercial e financeira e vulnerabilidade a choques. Num plano mais específico, podemos destacar mais três objetivos para a intervenção: influenciar o patamar da taxa de câmbio, amortecer a volatilidade cambial e fornecer liquidez aos mercados (Moreno, 2005).

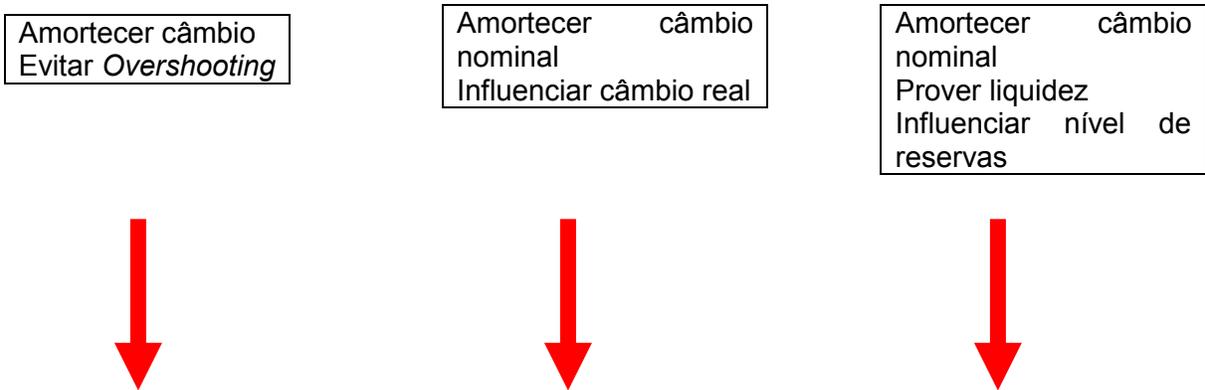
No primeiro caso, cujo objetivo macroeconômico é o controle da inflação, tem-se como objetivo específico amortecer o movimento da taxa de câmbio de forma a evitar alterações bruscas. Neste caso, a variável a ser monitorada é a taxa de câmbio nominal, que pode afetar a inflação via *passthrough*. No segundo caso, no qual o objetivo macroeconômico é a manutenção da competitividade e do equilíbrio externo, os objetivos específicos devem estar associados à tentativa de influenciar a taxa de câmbio real e evitar movimentos bruscos na taxa de câmbio nominal. Portanto, as variáveis a serem monitoradas são as taxas de câmbio nominal e real, o comportamento da conta corrente, dos fluxos de capital e dos termos de troca. Por fim, se o objetivo macroeconômico for a estabilidade financeira, os objetivos específicos devem se vincular a evitar movimentos bruscos na taxa de câmbio nominal, prover o mercado de divisas com liquidez e influenciar o nível das reservas. Já as variáveis monitoradas seriam o descasamento de moedas, o nível de reservas, os fluxos de capital e as operações em derivativos (Moreno, 2005, p. 5). A figura 2.1 resume a discussão acima.

Figura 2.1. Classificação de Política Cambial: Objetivos Macroeconômicos / Objetivos Específicos / Variáveis Monitoradas.

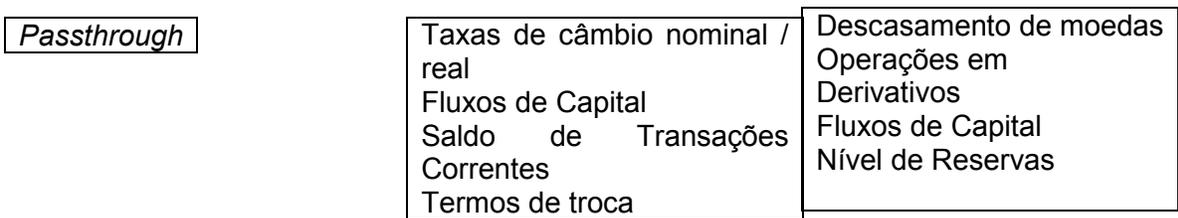
Objetivos Macroeconômicos



Objetivos Específicos



Variáveis Monitoradas



Fonte: Moreno (2005). Elaboração Própria.

Entretanto, é necessário frisar que, para tentar evitar crises financeiras, pode-se tanto acumular reservas quanto impor controles de capitais. A rejeição a esta última estratégia pode estar associada ao receio que os governos têm em enfrentar os interesses das grandes instituições financeiras nacionais e internacionais. Desta forma, o acúmulo de reservas seria uma estratégia que se daria pela menor linha de resistência (Rodrik, 2006, p. 12). Para abordar esta questão, elaboramos uma subseção que traz um breve resumo da discussão sobre os controles de capitais.

2.3.2. Controle de Capitais

O controle de capitais está associado a qualquer medida que vise restringir a livre mobilidade de capital entre o ambiente doméstico e o resto do mundo. Os controles de capitais podem ser classificados em pelo menos três formas distintas. Em primeiro lugar, dividem-se em *controles seletivos*, quando se referem a alguma modalidade específica de operação financeira com fluxos externos, e *controles extensivos*, que cobrem todas as operações financeiras. Em segundo lugar, podem ser classificados em *controles de entrada*, os quais visam evitar um fluxo de capitais excessivo em momentos de *boom* (que pode levar a uma apreciação real indesejável), e *controles de saída*, que têm como objetivo evitar saídas bruscas de capitais em momentos de interrupções súbitas (*sudden stops*). Por fim, pode-se dividi-los em *controles administrativos ou diretos*, o que significa a imposição de limites quantitativos ou proibição de algum tipo de transação pelo

estabelecimento de limites de maturidade, e *controles indiretos ou baseados em preços*, utilizando-se, por exemplo, requerimento de reservas não-remuneradas, o que torna as transações financeiras mais custosas (Oreiro *et al.*, 2003).

Os argumentos favoráveis à livre movimentação de capitais, num plano teórico, baseiam-se na hipótese dos mercados eficientes, que, por sua vez, só é sustentável sob os pressupostos do equilíbrio competitivo, da convergência para este equilíbrio e sob expectativas racionais. No plano prático, argumenta-se que a livre mobilidade de capitais traria ganhos da mesma natureza da liberalização comercial. Além disso, esta liberdade traria uma alocação mais eficiente de capitais, que fluiriam dos países centrais com menor produtividade para os países periféricos nos quais há possibilidade de altos retornos dada sua escassez. Por fim, os controles, além de serem indesejáveis, seriam ineficazes (Fischer, 1998; Edison *et al.*, 2002).

Entretanto, o que se viu ao longo dos anos 1990 foi uma sucessão de crises financeiras que trouxe à tona o questionamento dos benefícios da liberalização da conta financeira. A partir disso, autores do *mainstream* passaram a centrar a argumentação nos benefícios indiretos da liberalização financeira, sustentando que países periféricos podem tirar benefícios da globalização financeira, apesar de reconhecerem que os estudos empíricos não são capazes de demonstrar os crescentes benefícios da liberalização da conta financeira. Para contornar este problema, argumenta-se que os principais efeitos propiciados pela liberalização da conta financeira seriam indiretos ou colaterais e sentidos apenas no longo prazo, o que dificultaria sua captação através de regressões. Todavia, esta liberalização deveria ser precedida das seguintes medidas: desenvolvimento dos mercados

financeiros; desenvolvimento das instituições; melhor governança e “disciplina” macroeconômica (Prasad *et al.*, 2004; Kose *et al.*, 2006).

Já alguns autores novo-keynesianos e os pós-keynesianos criticam os supostos benefícios da liberdade de capitais. No plano teórico, no caso dos primeiros, os argumentos enfatizam a imperfeição dos mercados financeiros, principalmente no que se refere à assimetria de informações (Stiglitz, 1998; Rodrik, 1998). No caso dos pós-keynesianos, enfatiza-se a incerteza fundamental relacionada às transações com ativos financeiros (Amado, 2006; Carvalho, 2006; Carvalho e Sicsú, 2006).

Os autores da corrente novo-keynesiana defendem formas de controle de capitais baseados nas falhas de mercados financeiros e rejeitam a validade da hipótese dos mercados eficientes. Mercados incompletos e assimetria de informação comprometem a estabilidade e o equilíbrio competitivo do mercado financeiro, pois a diferença quanto ao nível de informações pode levar os agentes a decisões de alocação sub-ótimas. Neste caso, a livre operação de mercado não garante um equilíbrio ótimo de Pareto (Stiglitz, 2000). Além disso, a alta volatilidade dos fluxos de capital gera externalidades negativas. Por exemplo, uma brusca saída de capitais poderia desvalorizar a moeda, o que levaria muitas empresas endividadas no exterior à insolvência. Já uma entrada brusca de capitais poderia valorizar excessivamente o câmbio, comprometendo a competitividade do setor exportador (Stiglitz, 2000, p. 13).

O argumento mais contestável é o de que a abertura do mercado de capitais permitiria a diversificação e, portanto, estimularia a estabilidade. A liberalização do mercado de capitais está associada à instabilidade pelo caráter

pró-cíclico dos fluxos de capital, que exacerba as flutuações das variáveis macroeconômicas, ou até mesmo pode ser sua causa. Por sua vez, o argumento de que a abertura do mercado de capitais fornece fontes adicionais de financiamento é também questionável. Em primeiro lugar, fluxos de capitais de curto prazo não necessariamente fornecem uma base adequada para o investimento. Em segundo lugar, os controles de capitais não necessariamente desencorajam investimento direto estrangeiro ou outras formas de investimento de longo prazo (Stiglitz, 2000, p. 8). Em terceiro lugar, a imposição de controles faz com que a autoridade monetária ganhe poder discricionário sobre a taxa de juros doméstica, pois a mesma pode manter um diferencial entre as taxa de juros interna e externa da moeda em questão e pode desviar esse diferencial do seu equilíbrio de longo prazo por um longo período de tempo (Edwards, 1998).

Desta forma, algumas conseqüências indesejáveis podem ocorrer: empréstimos excessivos em moeda estrangeira para projetos arriscados em decorrência da informação assimétrica e da seleção adversa; maior vulnerabilidade dos bancos devido ao descasamento entre ativos de longo prazo e passivos de curto prazo, principalmente na ausência de um prestador de última instância; o comportamento de manada de muitos agentes, o que exacerba a volatilidade e o efeito contágio (Rodrik, 1998, p. 4).

Por fim, os testes econométricos apontam que não há correlação entre liberalização da conta capital e desempenho econômico; não há evidências de que países sem controles de capital tenham crescido mais rapidamente, investido mais ou tenham tido inflação mais baixa e não há relação entre controle de capital e crescimento de longo prazo (Rodrik, 1998, p. 8).

Os autores pós-keynesianos, por sua vez, centram os argumentos a favor dos controles de capital a partir da incerteza inerente às transações financeiras. Para esta abordagem, uma economia monetária é caracterizada pela dependência de trajetória que não necessariamente resulta numa convergência para um determinado equilíbrio. As decisões dos agentes são pautadas por suas expectativas, que tem um componente objetivo, mas também possui um fator subjetivo associado ao estado de confiança e ao *animal spirits* destes agentes. Apesar dos mercados não produzirem uma eficiência *a priori*, esta pode ser alcançada através de regras e instituições que coordenem o comportamento e as expectativas dos agentes. Esta coordenação pode ser obtida pela imposição de controles de capitais (Carvalho e Sicsú, 2006, p. 15).

Ainda segundo esta corrente, o controle de capitais pode ser justificado, pois os movimentos de capitais de curto prazo podem resultar em três tipos de problemas para a gestão macroeconômica. Em primeiro lugar, devemos citar a perda de autonomia da política monetária, que se efetiva na dificuldade de atingir objetivos domésticos, tais como manter um elevado nível de emprego e renda e controlar a inflação. Em segundo lugar, estes movimentos de curto prazo aumentam a fragilidade externa destes países, pois podem resultar em crises de balanço de pagamentos, oriundas, por exemplo, de mudanças de “humor” dos mercados financeiros internacionais. Em terceiro lugar, pode-se ter uma apreciação indesejável da taxa de câmbio, que pode minar a competitividade externa do país (Oreiro, 2006, p. 30).

Além disso, no ambiente da globalização financeira, a atividade especulativa torna-se mais presente no processo econômico e as moedas

nacionais apresentam-se como ativos capazes de fornecer ganhos de arbitragem ou especulativo, que resultam numa maior instabilidade das principais variáveis macroeconômicas, o que também justifica a introdução de controles de capitais de forma sistemática e ativa (Amado, 2006, p. 99).

2.3.3. Métodos e Eficácia das Técnicas de Gestão do Capital

A intervenção no mercado de câmbio pode se dar em quatro planos: as intervenções relacionadas à base monetária, aos mercados *spot* e *forward*, ao mercado de opções e as intervenções indiretas³². As intervenções no mercado de câmbio podem ser separadas entre aquelas que afetam e as que não afetam a taxa de juros. O primeiro tipo de intervenção é denominada não esterilizada e o segundo tipo é denominada esterilizada. Por exemplo, ao comprar moeda estrangeira, a autoridade monetária aumenta, tudo o mais constante, a base monetária. Entretanto, em alguns casos, pode-se vender títulos de dívida de forma a tirar de circulação o mesmo montante de recursos injetados pela operação cambial, o que significa um mecanismo de esterilização (Neely, 2000).

A esterilização pode trazer três problemas. O primeiro deles refere-se ao fato de que a política monetária e a política cambial podem ter objetivos inconsistentes entre si. O uso de esterilização para manter um determinado nível de taxas de juros, julgado necessário para o controle da inflação, pode estimular os fluxos de capitais, fazendo-se necessária uma maior intensidade desse tipo

³² Os controles de capitais, principais instrumentos de intervenção indireta, foram tratados na última subseção.

de intervenção. Em segundo lugar, as intervenções podem confundir os agentes, pois um aumento dos juros pode ser compreendido como resultado de uma intervenção ou como uma medida para enfrentar a inflação. Por fim, as operações de esterilização trazem um custo fiscal equivalente ao diferencial entre juros internos e externos. Logo, as intervenções poderiam minar os objetivos da política monetária, criar problemas no setor financeiro no caso da falta de eficácia dos instrumentos de esterilização e criar um custo alto no caso em que haja um diferencial entre as taxas de juros interna e externa (Mohanty e Turner, 2004).

A intervenção esterilizada pode afetar o mercado cambial através de quatro canais, conforme Archer, 2005. Em primeiro lugar, tem-se o “canal de saldo de porta-fólio”, no qual uma mudança na escassez relativa dos ativos domésticos vis-à-vis os ativos estrangeiros, resultado de uma intervenção no mercado de câmbio, causa uma realocação de porta-fólio que, por sua vez, muda os preços relativos, tais como a taxa de câmbio³³ (Archer, 2005). Este canal é especialmente válido para economias periféricas, devido ao fato que muitos ativos não são substitutos perfeitos (por exemplo, títulos de dívida em moeda doméstica e estrangeira), o que faz com que o mesmo cause mais impacto na taxa de câmbio. Já pelo “canal de sinalização” a autoridade monetária, através de sua intervenção, sinaliza ao mercado sua intenção em defender determinada tendência ou patamar da taxa de câmbio (Galati e Melick, 2002). Este canal, por seu turno, é menos eficaz em países periféricos com grau de abertura considerável, dado o histórico de política

³³ Ver Dominguez e Frankel (1993) e Sarno e Taylor (2001), apud Archer (2005).

econômica que diminuiu sua credibilidade perante os agentes³⁴ (Domaç e Mendonza, 2002)³⁵.

Além disso, devemos ainda considerar o “canal de fluxo de ordens”, através do qual a autoridade monetária tenta controlar o padrão dos fluxos de ordens (relativos à compra e venda de moeda estrangeira) para influenciar a taxa de câmbio, e o “canal de coordenação”, no qual a autoridade monetária faz intervenções para contribuir na formação das expectativas dos agentes, principalmente em países periféricos com mercados financeiros pouco profundos e líquidos. Neste caso, o sucesso da operação é mais comum nos países periféricos, devido ao maior peso das intervenções em relação ao giro do mercado, à diferença entre a cotação de compra e venda, à maior diferença no nível de informações da autoridade monetária em relação aos agentes e à menor liquidez destes mercados (Archer, 2005, p. 43).

Num segundo plano, as intervenções podem se dar no mercado *spot* ou futuro de câmbio. São consideradas operações futuras aquelas em que a venda ou entrega de moeda ocorre em mais de dois dias. As taxas de câmbio *spot* e futura estão ligadas pela condição da paridade de juros coberta, segundo a qual o diferencial de juros deve igualar a diferença entre a taxa de câmbio futura e a *spot*. As intervenções no mercado *spot* têm como vantagem a interferência direta na taxa de câmbio. Entretanto, ela pode trazer um elevado custo fiscal no caso de esterilização. Além disso, sua eficácia depende diretamente da correlação de

³⁴ Isto é válido no caso de mercados financeiros liberalizados. A autoridade monetária terá maior capacidade de sinalização caso haja restrições que ampliem sua margem de manobra.

³⁵ Segundo Domaç e Mendonza (2002), não há evidência de que no México ou na Turquia os sinais de política monetária tenham afetado o patamar ou sequer o nível de volatilidade das respectivas taxas de câmbio. Já Tapia e Tokman (2004) acharam evidências contrárias em relação ao Chile.

forças da autoridade monetária com o mercado. Já a vantagem da intervenção no mercado futuro é o fato de que a mesma não necessariamente exige desembolso imediato e não altera o nível das reservas internacionais, o que confere à autoridade monetária um raio maior de manobra. Todavia, ela é normalmente considerada menos transparente por muitos agentes (Archer, 2005, p. 49)³⁶.

Um terceiro tipo de intervenção se dá através do oferecimento de opções. Um contrato de opção confere o direito de exercer ou não a compra (ou venda) de um determinado ativo numa determinada data. No caso da intervenção cambial, se há uma expectativa de desvalorização da referida moeda (por exemplo, devido ao descasamento de moedas), a autoridade monetária pode vender opções de compra da moeda doméstica ou vender opções de venda da moeda estrangeira. Neste caso, os especuladores não precisam comprar a moeda fraca, pressionando a queda da moeda. Ao oferecer estas opções e aumentar a liquidez destes mercados, a autoridade monetária fornece um *hedge* aos agentes, que não precisam ir ao mercado *spot* efetivar suas transações. Além disso, este tipo de operação não exige o dispêndio das reservas internacionais do governo, no caso da opção não ser exercida, e a venda de opções torna-se uma fonte de receitas. A desvantagem é que este é um mecanismo passivo, pois a opção é exercida de acordo com o desejo dos agentes, o que enfraquece o “canal de sinalização” em relação à trajetória do câmbio (Archer, 2005, p. 48).

A última forma de intervenção é a intervenção indireta, que não diz respeito a operações no mercado de câmbio com o objetivo de influenciar a taxa de

³⁶ Entretanto, no caso de leilão de *swaps* cambiais, a transparência é maior, conforme veremos no capítulo 3.

câmbio. Podemos citar como exemplos controle de capitais (assunto já discutido na seção anterior) ou controles cambiais (proibição de transações com determinadas moedas).

No que concerne à eficácia das intervenções, nos países periféricos as mesmas têm maior influência tanto no patamar quanto na volatilidade da taxa de câmbio em relação aos países centrais. A eficácia das intervenções dependerá das condições de mercado e das expectativas dos agentes. Como exemplo prático, podemos citar o sucesso relativo das intervenções executadas por alguns países asiáticos nos últimos anos com o intuito de evitar a apreciação cambial, através de duas estratégias bem sucedidas para alcançar este objetivo. A primeira delas é intervir por longos períodos. De alguma forma, esta estratégia pode influenciar a formação das expectativas dos agentes. O acúmulo sistemático de reservas por estes países é um sinal de que esta política está em vigor. A segunda estratégia é a execução de uma esterilização incompleta, que pode afetar o nível da taxa de câmbio (Disyatat e Galati, 2005, p. 99).

Por fim, vale ressaltar que os canais de porta-fólio e de fluxo de ordens têm mais validade para países emergentes e as intervenções são mais eficazes para evitar uma apreciação do que para uma depreciação do câmbio; além disso, seu impacto é diretamente proporcional à credibilidade do anúncio de política por parte da autoridade monetária (Disyatat e Galati, 2005). A figura 2.2 resume a discussão apresentada.

Figura 2.2. Tipos de Intervenção

Tipo de Intervenção	Afeta ou não a Base Monetária	Vantagens	Desvantagens
Mercado de câmbio à Vista	Depende	Interfere diretamente na taxa	Pode ter alto custo fiscal / depende da correlação de forças: Bacen x Mercado
Mercado de Câmbio Futuro	Não	Não exige desembolso de reservas (menor custo de intervenção)	Falta de transparência
Mercado de Derivativos (<i>Swap</i>)	Não	Não exige desembolso de reservas / Transparência	Custo maior que intervenção em opções
Mercado de Derivativos (Opções)	Não	Não exige desembolso de reservas	Falta de Transparência

Fonte: Archer (2005). Elaboração Própria.

Quando as intervenções no mercado de câmbio são pequenas, torna-se mais fácil preservar os fundamentos da política monetária através de operações de esterilização. Entretanto, quando as intervenções se tornam volumosas e num mesmo sentido, aumenta-se o conflito entre a política monetária e a política cambial, que pode chegar a uma aporia. Nesta situação, os próprios agentes podem perceber a inconsistência das ações do governo em relação a ambas as políticas, pois podem ser criadas distorções no sistema financeiro associado ao aumento considerável do custo destas intervenções (Mohanty e Turner, 2004, p. 34). Não obstante, as intervenções podem ter impacto significativo na melhora da classificação de crédito e na redução da vulnerabilidade externa, devido ao acúmulo de reservas internacionais, especialmente dentre os países que não possuem a classificação “grau de investimento” (*investment grade*) (Mihaljek, 2004, p.91).

O último ponto desta discussão refere-se à questão da governança em relação às intervenções no mercado de câmbio, que engloba dois pontos importantes. Em primeiro lugar, há a necessidade de atribuição clara de poderes (entre governo e banco central) no que se refere à política monetária e à política cambial. Em segundo lugar, destaca-se a questão da tomada de decisões de intervenção no nível operacional. O arranjo institucional para a intervenção no mercado de câmbio é mais opaco do que os que se referem às decisões de política monetária. Pela falta de regulamentação específica, as intervenções são reguladas pelas mesmas regras que regem a condução da política monetária. Apesar da maior transparência na gestão e definição dos objetivos da política monetária, muitos Bancos Centrais continuam a exercer operações de intervenção de forma não transparente, o que não necessariamente é mal visto pelos agentes, pois há situações em que não é apropriado divulgar as táticas das intervenções de curto prazo, dada a possibilidade de antecipação por parte do mercado. Portanto, a transparência dos objetivos pode até ser desejável, mas o mesmo não ocorre em relação às táticas utilizadas nas intervenções (Moser-Boehm, 2004).

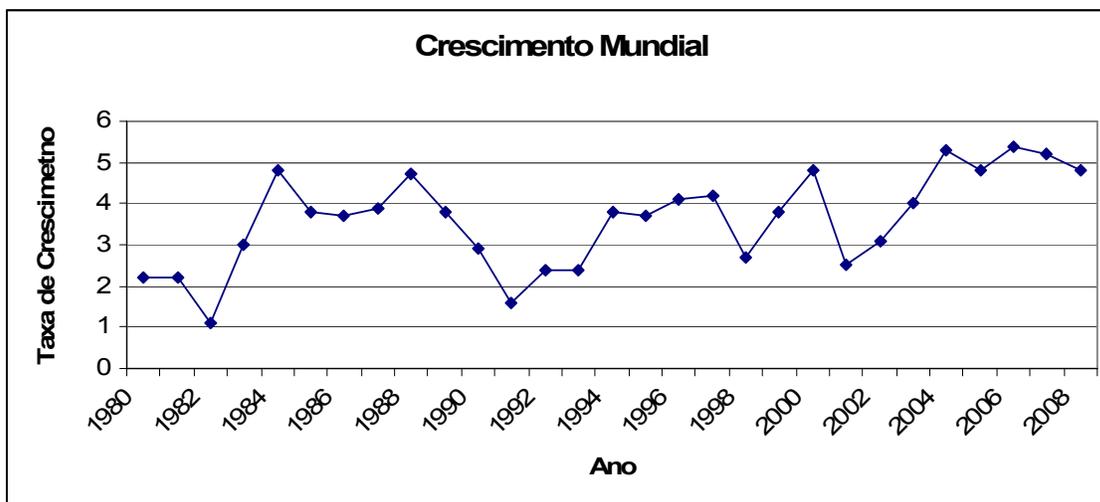
**Capítulo 3. Os Determinantes da Apreciação
Cambial no Brasil no Período 2003-2007 e os
Instrumentos de Política Cambial.**

A partir de 2003, o mundo passou a conviver novamente com altas taxas de crescimento do produto (Gráfico 3.1) associadas a uma farta onda de liquidez nos mercados financeiros internacionais, em especial para os países periféricos (ver Tabela 3.1). A locomotiva deste processo é a relação simbiótica entre as economias chinesa e norte-americana. Os países industrializados do sudeste asiático, especialmente a China, funcionam como elo entre a demanda dos consumidores norte-americanos e a oferta oriunda das economias exportadoras de recursos naturais. As empresas norte-americanas fixaram-se na China como plataformas de exportação para o mercado consumidor dos EUA. Adicionado a este fato, a política cambial chinesa de manter o *yuan* “artificialmente” desvalorizado resulta num superávit comercial expressivo da China em relação aos EUA³⁷, que é de certa forma compensado pelo déficit chinês com as demais economias asiáticas³⁸. Desta forma, a política chinesa de obtenção de superávits comerciais e acúmulo de reservas internacionais “ ‘fecham o circuito’ gasto-renda-poupança do ‘sistema americano’ ao utilizar as poupanças em dólar para financiar o déficit em conta corrente dos Estados Unidos” (Belluzzo, 2006, p. 33).

³⁷ Em 2006, o superávit chinês em relação aos EUA somou US\$ 190,72 bilhões. Já em 2007, esse valor alcançou até outubro a marca de US\$ 213,53 bilhões. Ver Bureau of Economic Analysis (BEA), disponível em <http://www.bea.gov/newsreleases/international/trade/2007/xls/trad1007.xls>.

³⁸ Em 2003, o déficit comercial chinês com os países do leste e sudeste da Ásia foi de US\$ 13,43 bilhões. Em 2004, este número chegou a US\$ 15,28 bilhões e em 2005 o déficit ficou em US\$ 5,41 bilhões. Ver Handbook of Statistics On-Line (UNCTAD), em www.unctad.org.

Gráfico 3.1



Fonte. FMI. Elaboração Própria.

Obs: O valor para 2008 é estimado.

Tabela 3.1. Fluxos de Capitais para a Periferia (US\$ milhões)

Regiões		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Outros Países Emergentes	Fluxo de Capitais Privados Líquidos	72.109	80.556	90.117	168.289	239.365	271.141	220.948	495.378	291.257
Outros Países Emergentes	Investimento Direto Líquido	169.989	185.945	154.682	164.360	191.507	262.691	258.270	302.238	293.873
Outros Países Emergentes	Fluxos de Portfólio Privados	12.547	-79.792	-91.302	-11.727	21.092	23.347	-111.928	20.553	-93.122
Outros Países Emergentes	Outros Fluxos de Capitais Privados	-110.572	-25.845	25.955	14.509	25.058	-16.968	73.582	171.046	88.790
África	Fluxo de Capitais Privados Líquidos	1.625	7.114	5.363	6.987	17.232	26.468	17.343	42.084	45.886
África	Investimento Direto Líquido	7.757	23.189	13.525	17.250	16.763	24.165	20.376	27.125	27.734
África	Fluxos de Portfólio Privados	-1.757	-7.932	-1.580	-0.518	5.334	3.716	17.916	11.690	14.895
África	Outros Fluxos de Capitais Privados	-4.375	-8.144	-6.583	-9.744	-4.866	-1.413	-20.950	3.269	3.258
Europa Central e do Leste	Fluxo de Capitais Privados Líquidos	38.495	10.863	53.762	53.748	75.263	116.082	122.446	140.543	145.456
Europa Central e do Leste	Investimento Direto Líquido	24.030	24.020	24.075	17.473	36.207	51.679	67.184	68.585	68.442
Europa Central e do Leste	Fluxos de Portfólio Privados	3.038	0.401	1.706	6.443	26.273	18.893	7.685	5.847	17.023
Europa Central e do Leste	Outros Fluxos de Capitais Privados	11.283	-13.806	27.198	28.685	11.074	43.439	46.554	64.570	58.274
Ásia em Desenvolvimento	Fluxo de Capitais Privados Líquidos	5.890	23.338	24.421	65.294	146.824	83.330	40.538	157.185	5.063
Ásia em Desenvolvimento	Investimento Direto Líquido	60.786	53.107	53.366	70.223	66.859	107.038	102.020	97.677	94.088
Ásia em Desenvolvimento	Fluxos de Portfólio Privados	19.716	-50.097	-60.016	7.931	11.840	-13.549	-120.757	-26.661	-146.137
Ásia em Desenvolvimento	Outros Fluxos de Capitais Privados	-74.611	20.327	31.071	-12.860	68.125	-10.159	59.275	86.168	57.113
Oriente Médio	Fluxo de Capitais Privados Líquidos	-8.898	-6.945	-20.714	1.744	-22.081	-24.511	-28.133	-10.550	4.534
Oriente Médio	Investimento Direto Líquido	4.943	12.334	9.555	17.699	10.110	18.070	17.911	24.119	23.369
Oriente Médio	Fluxos de Portfólio Privados	0.078	-13.349	-16.850	-14.882	-14.705	-10.709	-15.749	-3.563	10.541
Oriente Médio	Outros Fluxos de Capitais Privados	-13.919	-5.930	-13.419	-1.072	-17.486	-31.872	-30.295	-31.107	-29.376

Fonte: FMI. Elaboração Própria.

Como decorrência deste processo de crescimento e “excesso de liquidez”, verificou-se um retorno dos fluxos de capitais para países periféricos, portadores de moedas inconversíveis e do pecado original³⁹, que foram discutidos anteriormente, além de uma mudança nos saldos comerciais de países como o Brasil em direção a um superávit (ver Tabela 3.2) e uma menor aversão ao risco nos mercados financeiros, que, aliado a uma ampliação no diferencial de juros, se manifestou num aumento das operações no mercado futuro de câmbio brasileiro. Estes fatos, apoiados na rígida política monetária empreendida pelo Banco Central do Brasil, foram responsáveis pelo intenso processo de apreciação da moeda brasileira, que contribuiu largamente para o “sucesso” da política de metas de inflação.

A apreciação cambial verificada no período, que é o objeto central deste capítulo, pode ser explicada de duas formas distintas. Para alguns autores, este fenômeno tem predominantemente um componente de “fundamentos”, isto é, vinculado ao robusto saldo comercial e de transações correntes alcançado nos últimos anos⁴⁰. Para outros autores, aos quais nos associaremos, este processo tem um componente fundamentalmente “especulativo”⁴¹, que se efetiva principalmente através de operações com câmbio futuro *onshore* e *offshore*.⁴²

³⁹ Conforme já observamos, o descasamento de moedas constitui numa das possíveis conseqüências do pecado original e resulta no “medo de flutuar”.

⁴⁰ Ver Ibre (2006).

⁴¹ Ver Prates (2007b).

⁴² As operações *onshore* são aquelas realizadas sob jurisdição brasileira. As operações *offshore* são as realizadas fora desta jurisdição. Ademais, para efeito da nossa análise, adotaremos a premissa de que os fluxos financeiros têm um papel hierarquicamente superior aos fluxos comerciais na determinação da taxa de câmbio de curto prazo, devido à maior facilidade com que os primeiros podem entrar e sair do país.

Neste capítulo, faremos uma breve análise da melhora dos “fundamentos”, mas salientaremos o componente “especulativo”, de forma a analisar seus determinantes e os possíveis instrumentos de política cambial que possam ser úteis na contenção desta apreciação⁴³.

3.1. Alguns Aspectos Comerciais e Financeiros da Trajetória do Balanço de Pagamentos no Período 1999 - 2007

Conforme observamos, a apreciação cambial ocorrida a partir de 2003 tem como um de seus fundamentos o comportamento das contas comercial e financeira. A partir da Tabela 3.2 e do Gráfico 3.2, observamos a mudança no saldo em transações correntes, que se tornou superavitário a partir de 2003, devido à obtenção de superávits comerciais desde 2001, que aumentaram significativamente a partir de 2002⁴⁴.

A partir do Gráfico 3.3, observamos que até 2005 as importações cresceram a taxas inferiores às das exportações. Este crescimento das exportações se relaciona ao ciclo de expansão do comércio mundial, impulsionado pela economia norte-americana e pela forte demanda por *commodities* por parte dos países asiáticos, em especial a China. Já as importações refletem principalmente a baixa taxa de crescimento da economia brasileira. Em 2006 e 2007, estes dados se invertem, sendo a taxa de crescimento das importações

⁴³ Para uma posição intermediária, que considera igualmente ambas as hipóteses, ver Garcia e Diógenes (2007).

⁴⁴ O superávit em transações correntes não é um fenômeno exclusivo brasileiro. Pelo contrário, atingiu boa parte dos países periféricos nesta nova etapa de farta liquidez internacional. Cf. UN Trade Development Report (2006).

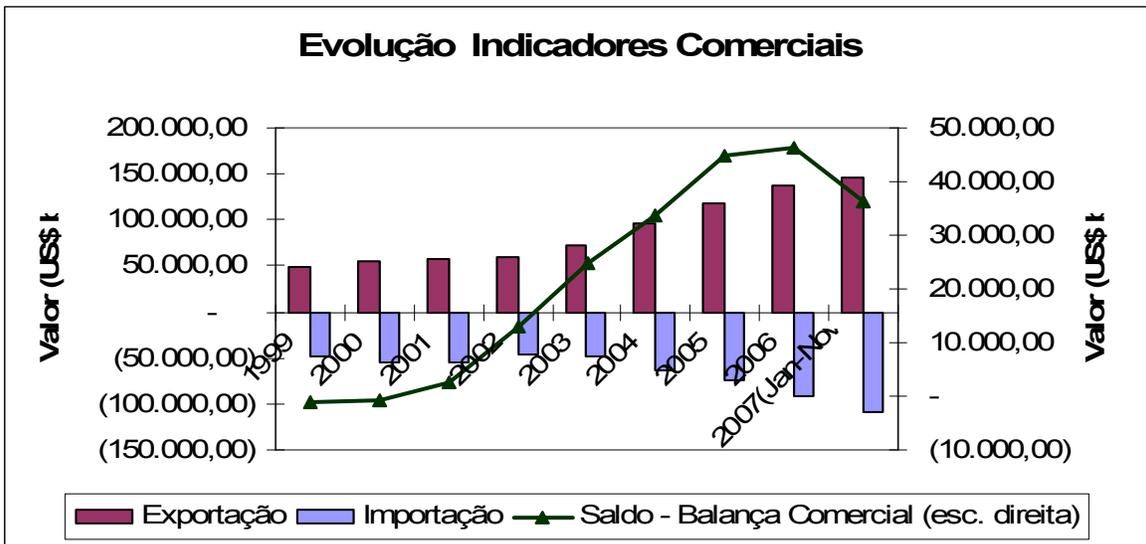
maior do que a das exportações, devido, principalmente, às maiores taxas de crescimento do PIB desde 2004 (Gráfico 3.4).

Tabela 3.2

Balanço de Pagamentos (US\$ milhões)									
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (Jan-Nov)
Transações Correntes (Saldo)	(25.334,78)	(24.224,53)	(23.214,53)	(7.636,63)	4.177,29	11.679,24	13.984,66	13.276,39	4.253,63
Balança Comercial (Saldo)	(1.198,87)	(697,75)	2.650,47	13.121,30	24.793,92	33.640,54	44.702,88	46.115,00	36.403,84
Exportações de Bens (FOB)	48.011,45	55.085,59	58.222,64	60.361,79	73.084,14	96.475,24	118.308,39	137.469,70	146.420,44
Importação de Bens (FOB)	(49.210,31)	(55.783,34)	(55.572,18)	(47.240,49)	(48.290,22)	(62.834,70)	(73.605,51)	(91.354,70)	(110.016,60)
Serviços e Rendas	(25.825,31)	(25.047,85)	(27.502,52)	(23.147,74)	(23.483,23)	(25.197,65)	(34.275,99)	(37.144,82)	(35.775,49)
Transferências Unilaterais Correntes	1.689,40	1.521,07	1.637,52	2.389,82	2.866,59	3.236,35	3.557,77	4.306,21	3.625,27
Conta Capital e Financeira	17.319,14	19.325,80	27.052,26	8.004,43	5.110,94	(7.522,87)	(9.464,05)	16.327,26	85.347,78
Conta Capital	337,73	272,50	(35,97)	432,96	498,19	371,74	662,76	869,10	641,56
Conta Financeira	16.981,41	19.053,30	27.088,23	7.571,47	4.612,75	(7.894,61)	(10.126,81)	15.458,16	84.706,22
Investimento Direto (Líquido)	26.888,02	30.497,65	24.714,94	14.108,10	9.894,22	8.338,90	12.549,59	(9.420,28)	30.479,17
Investimento Estrangeiro Direto	28.578,43	32.779,24	22.457,35	16.590,20	10.143,52	18.145,88	15.066,29	18.782,22	33.730,03
Investimento Estrangeiro em Carteira (Líquido)	3.801,56	6.955,06	76,99	(5.118,57)	5.307,52	(4.750,13)	4.884,54	9.573,24	39.583,63
Outros Investimentos Estrangeiros (Líquido)	(13.620,03)	(18.202,02)	2.767,32	(1.061,87)	(10.438,00)	(10.805,95)	(27.520,98)	14.922,02	14.438,66
Operações de regularização (FMI)	4.059,10	(6.876,43)	6.756,80	11.480,37	4.769,31	(4.362,58)	(23.270,92)	-	-
Erros e Omissões	193,60	2.637,07	(531,13)	(65,71)	(792,58)	(1.912,34)	(201,15)	965,47	(5.210,30)
RESULTADO DO BALANÇO DE PAGAMENTOS	(7.822,04)	(2.261,65)	3.306,60	302,09	8.495,65	2.244,03	4.319,46	30.569,12	84.391,10

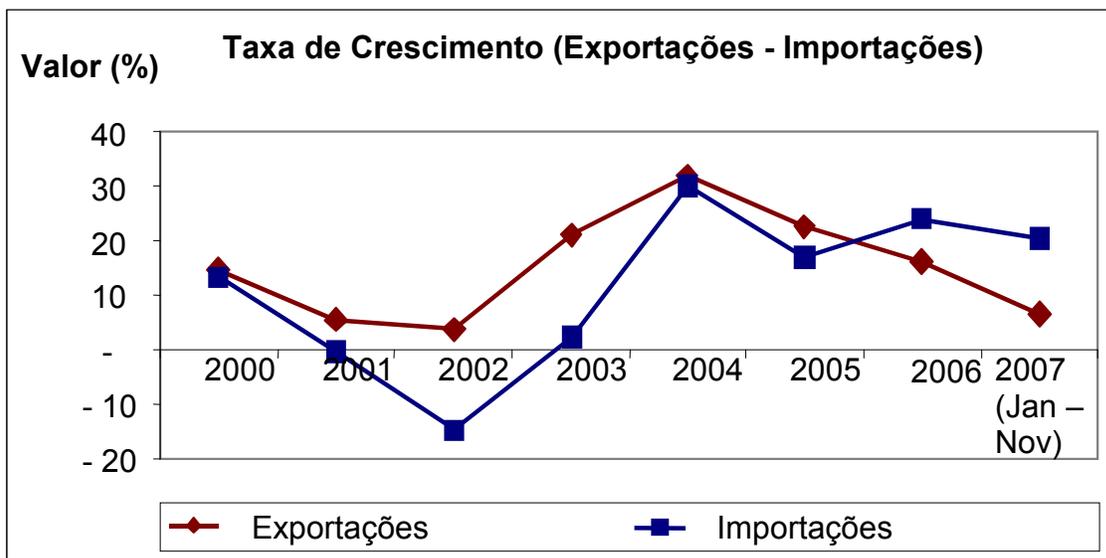
Fonte: Bacen. Elaboração Própria.

Gráfico 3.2



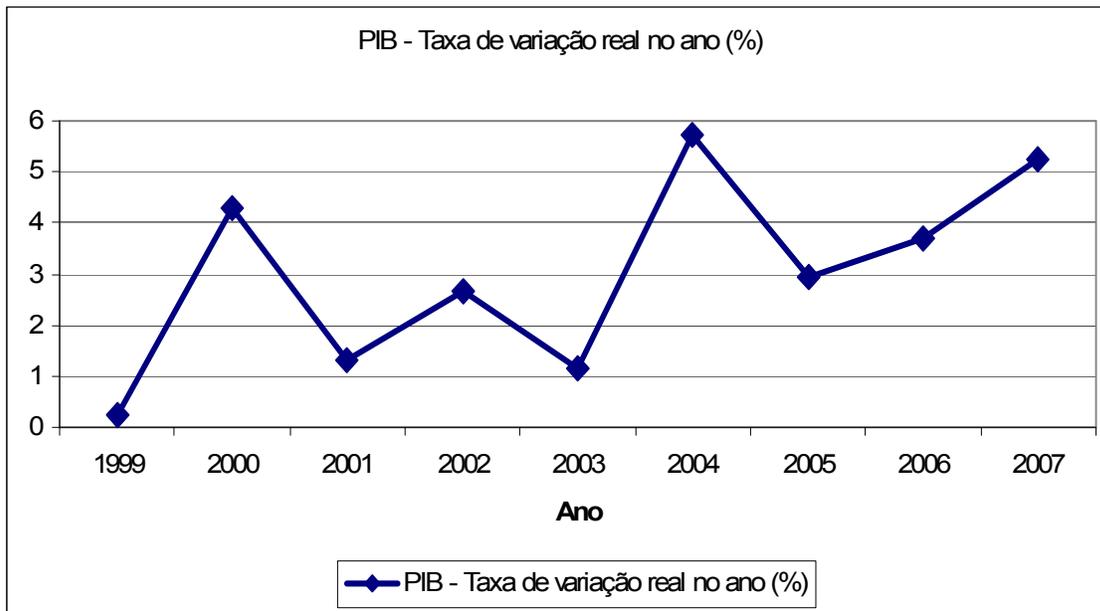
Fonte: Bacen. Elaboração Própria.

Gráfico 3.3



Fonte: Bacen. Elaboração Própria.

Gráfico 3.4



Fonte: Bacen. Elaboração Própria.

Obs: Valor para 2007 estimado.

Já o desempenho da conta financeira foi influenciado por mudanças na legislação brasileira. A Resolução n. 2.689 de 2000 concedeu a não residentes as mesmas condições de investimento no mercado financeiro conferidas aos residentes. Além disso, o Conselho Monetário Nacional (CMN) aprovou mais três medidas liberalizantes em 2005. A primeira delas foi a unificação dos mercados de câmbio com taxas livre e flutuante. A segunda medida foi a extinção das contas CC5, que significou a simplificação dos procedimentos de remessa de recursos para o exterior. Neste caso, houve uma mudança mais formal do que substancial, dado que estes recursos já eram enviados normalmente via CC5. As contas CC5 eram contas abertas por instituições não-residentes em instituições residentes; os depósitos efetuados nessas contas podiam ser transferidos pelas instituições não-

residentes para contas no exterior indicadas pelo depositante. Portanto, esta medida representou apenas a consolidação da liberalização financeira levada a cabo nos últimos anos. A terceira medida adotada em 2005 foi a ampliação do prazo para cobertura cambial das exportações. O prazo de internalização de recursos por parte de exportadores foi ampliado para 210 dias após a realização da exportação, sendo que anteriormente o prazo era de 20 dias após o recebimento do pagamento, não podendo exceder 180 dias da data da realização da exportação. Esta é a medida mais importante adotada pelo BCB, pois significou um avanço no sentido da liberalização financeira (Sicsú, 2006, p. 368).

A flexibilização da cobertura cambial trouxe no seu bojo dois problemas fundamentais. O primeiro problema está associado à possibilidade do fim da cobertura cambial no futuro próximo. O segundo refere-se à instabilidade intrínseca na taxa de câmbio que tal medida provocará. Em princípio, as divisas oriundas da exportação são previsíveis e estáveis. Entretanto, com a mudança da regulamentação, os fluxos comerciais passarão a ter um comportamento semelhante ao dos fluxos financeiros, ou seja, o exportador tomará a decisão de internalização dos recursos baseado no comportamento da expectativa cambial, no diferencial entre os juros interno e externo e no risco soberano, o que significa dizer que o cálculo do exportador será guiado por componentes predominantemente especulativos (Sicsú, 2006, p. 369). Por conseguinte, a flexibilização da cobertura cambial pode ser considerada como ingrediente fundamental no processo de liberalização financeira e de adoção da plena conversibilidade do Real, tal como discutido em Arida (2003b). Mas, como já

argumentamos, a plena conversibilidade da nossa moeda deve aumentar o risco de descasamento de moedas e de crise cambial.

Por fim, devemos citar a concessão de isenção de Imposto de Renda para investidores estrangeiros que decidam aplicar seus recursos em títulos da dívida pública interna e isenção da CPMF para investidores em emissões primárias de ações ou no aumento de capital das empresas (MP 281 de 15/02/2006).

No que se refere à análise dos dados da conta capital e financeira, pela Tabela 3.2, verificamos que a mesma tornou-se negativa em 2004 e 2005, devido à rubrica operações de regularização, que foi responsável, em 2004, por uma saída de mais de US\$ 23 bilhões, com o objetivo de quitar dívidas da autoridade monetária com o FMI, em uma tentativa de reestruturação da dívida externa brasileira (Prates, 2007a). Já em 2006 a conta capital e financeira registrou saldo positivo em função do desempenho das rubricas investimento estrangeiro direto, investimento em carteira e outros investimentos (especialmente créditos comerciais – R\$ 12,3 bilhões - e empréstimos e financiamentos de longo prazo e curto prazo – R\$ 9,7 bilhões), influenciadas pelos fluxos de capitais que se deslocam para a periferia em períodos de alta liquidez.

Em 2007, conforme observamos na Tabela 3.2, a conta capital e financeira apresentou até novembro um superávit superior a US\$ 85 bilhões, devido a duas rubricas. A primeira delas é a rubrica investimento direto líquido (US\$ 30,5 bilhões), impulsionada pelos investimentos diretos no país (US\$ 33,7 bilhões), provavelmente vinculada ao aumento da taxa de crescimento do PIB. A outra rubrica determinante no comportamento da conta capital e financeira foi a de investimentos em carteira (US\$ 36,9 bilhões), devido aos fluxos de capitais

direcionados às ações (US\$ 18,7 bilhões), fruto do período de ampla liquidez internacional, e aos fluxos direcionados aos títulos de renda fixa (US\$ 22,1 bilhões), que visam explorar o diferencial entre as taxas de juros interna e externa.

Portanto, podemos concluir que o retorno dos fluxos de capitais aos países periféricos, inclusive o Brasil, foram determinantes na obtenção dos expressivos resultados tanto no saldo em transações correntes quanto no saldo da conta capital e financeira, na maior parte dos anos analisados. Este cenário benigno foi fundamental para a redução da expectativa de desvalorização cambial e, por conseguinte, do próprio risco cambial. Este fato abriu espaço para uma possível diminuição da taxa de juros doméstica. Entretanto, a autoridade monetária brasileira optou por manter uma política monetária apertada, que foi responsável por um aumento considerável no diferencial entre as taxas de juros externa e interna. Este considerável diferencial estimulou sobremaneira a entrada de fluxos de capitais no mercado de câmbio brasileiro para a realização de operações especulativas e de arbitragem, que tiveram papel essencial na apreciação do Real, conforme veremos nas próximas seções.

3.2. O Mercado de Câmbio no Brasil e a Política de Intervenção do BCB

Nesta seção, analisaremos o comportamento da autoridade monetária brasileira no que se refere à intervenção no mercado de câmbio. Entretanto, antes de iniciarmos a análise, introduziremos uma breve explicação acerca do funcionamento do mercado de câmbio no país.

3.2.1. Os Três Segmentos do Mercado de Câmbio no Brasil

O mercado de câmbio no Brasil é dividido em três segmentos⁴⁵: o mercado primário, o mercado interbancário (secundário) e o mercado de derivativos⁴⁶. No mercado primário, atuam os agentes que buscam comprar divisas, tais como aplicadores de recursos no exterior e importadores, e os que buscam vender divisas, como exportadores e credores de juros de dívidas, dentre outros. Além destes agentes, há os que negociam as diferentes moedas com os agentes e o BCB, atuando através de *dealers*, que são bancos e corretoras autorizados a comprar ou vender divisas para a autoridade monetária. As operações podem ser vinculadas à conta comercial e de serviços, financeira ou a transferências unilaterais com o exterior, como, por exemplo, transferências de residentes para parentes residentes no exterior. Por fim, vale ressaltar que a posição dos bancos é passiva em relação aos agentes; o papel deles é suprir a oferta ou demanda de divisas destes. Entretanto, não é necessariamente a postura passiva arcada pelos bancos aquela desejada pelos mesmos. Para isto, existem os mercados secundário e de derivativos de câmbio.

O mercado interbancário (secundário) é aquele em que os bancos negociam divisas entre si. As transações podem ter três objetivos: *hedge*, arbitragem ou

⁴⁵ A exposição desta seção sobre o funcionamento dos mercados de câmbio é baseada em Garcia e Urban (2004) e Prates (2007a).

⁴⁶ É importante destacar a controvérsia sobre o lócus da determinação da taxa de câmbio no Brasil. Garcia e Urban (2004) defendem, a partir de testes econométricos, a preponderância do mercado futuro sobre o mercado à vista na formação da taxa, pela maior profundidade e liquidez do primeiro. Entretanto, Prates (2007a) empreende testes econométricos de forma a mostrar que não se pode estabelecer uma hierarquia entre os diferentes mercados na determinação da taxa de câmbio. Ao contrário, o que se verifica é uma interdependência entre eles, ou seja, não há como auferir de onde parte a relação de causalidade.

especulação. A operação de *hedge* tem como função eliminar ou pelo menos mitigar o risco cambial advindo de outras operações. Por exemplo, um banco que vendeu divisas a um importador pode assumir uma posição contrária àquela assumida no mercado primário para não se expor ao risco cambial. Já a arbitragem consiste numa operação sem custo, sem risco e com retorno certo. No caso do mercado de câmbio, a arbitragem mais realizada é a chamada “arbitragem no tempo”, que consiste em lucrar com as diferentes taxas vigentes nos três mercados em questão. Além desta, outra arbitragem comum envolvendo câmbio consiste na “arbitragem entre taxas de juros de diferentes países”. Para realizá-la, os bancos captam, por exemplo, dólares através de suas linhas de crédito no exterior, para posteriormente vendê-los no mercado interbancário e aplicar os reais para obter rendimento na taxa de juros doméstica. O ganho desta operação consiste na diferença entre a taxa de juros externa e a taxa de cupom cambial (a taxa de juros interna descontada da variação cambial). Por fim, a operação especulativa tem como objetivo antecipar movimentos da taxa de câmbio. Os bancos podem assumir posições compradas em moeda estrangeira (quando apostam numa depreciação da moeda doméstica) ou vendidas (quando apostam numa apreciação da moeda doméstica). Apesar do fluxo de ordens dos clientes - variável central para a determinação da taxa de câmbio - estar localizado no mercado primário, as negociações mais relevantes para a formação da taxa de câmbio estão concentradas no mercado interbancário e, principalmente, no mercado de derivativos de câmbio.

O mercado de derivativos de câmbio envolve operações como opções, *swaps* ou dólar futuro, que consiste em transações cuja liquidação se dá em três

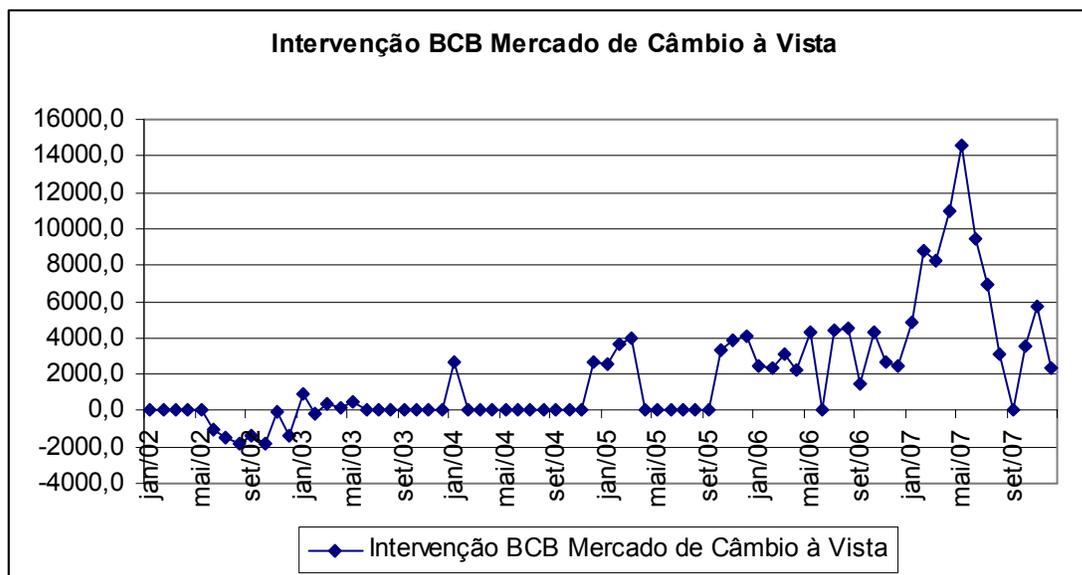
dias ou mais. Estas operações também são utilizadas tendo em vista os objetivos de *hedge*, arbitragem e especulação. Este mercado, em particular, tornou-se o lócus preferencial destas operações (sobretudo as operações especulativas) em detrimento do segmento secundário, pelos seguintes motivos: migração das operações de tesouraria dos bancos para fundos de investimento, que são impedidos legalmente de atuar no interbancário; a limitação de participantes no mercado secundário, que afeta sua liquidez; maiores custos operacionais e, principalmente, a possibilidade de assumir posições alavancadas, dado que numa operação de derivativo, o custo da operação se resume a um depósito de garantia, que normalmente consiste numa pequena parcela do valor do contrato e pode ser efetuado através de instrumentos tais como títulos de dívida ou depósitos remunerados. Os derivativos de câmbio podem ser negociados em mercados organizados (por exemplo, a BM&F), que negociam contratos padronizados de câmbio futuro e opções ou em mercado de balcão, nos quais os bancos criam produtos personalizados para cada cliente, como, por exemplo, os *swaps*. Estes contratos podem ser negociados tanto *onshore*, sob a jurisdição brasileira, quanto *offshore*, sob jurisdição estrangeira (Garcia e Urban, 2004; Prates, 2007a).

3.2.2. A Política de Intervenção do BCB

Conforme já mencionado, a intervenção da autoridade monetária pode ocorrer tanto no mercado de câmbio à vista quanto no mercado de câmbio futuro

(via opções)⁴⁷ ou através de *swaps* cambiais. De acordo com o gráfico 3.5, observamos que entre 2002 e setembro de 2004, o BCB atuou de forma muito restrita no mercado à vista⁴⁸. Entre junho e dezembro de 2002, o BCB atuou vendendo dólares, provavelmente com o objetivo de impedir a desvalorização associada às incertezas da disputa eleitoral. Já a partir de dezembro de 2004, o BCB começou a atuar de forma mais ativa no mercado à vista, dada a trajetória de apreciação real⁴⁹. Nos anos de 2006 e de 2007 as intervenções atingiram seu ápice, devido à apreciação cambial num contexto de altas taxas de juros internas e queda do risco-país (Gráfico 3.13).

Gráfico 3.5



Fonte: Bacen. Elaboração Própria.

⁴⁷ Entretanto, o Banco Central do Brasil é proibido de realizar este tipo de intervenção desde 1998.

⁴⁸ Em 2004, por exemplo, o Tesouro realizou compras de US\$ 7,3 bilhões com vistas à pré-financiar compromissos externos; estas aquisições foram superiores às aquisições do BCB (US\$ 5,3 bilhões). Esta medida diminuiu drasticamente a proporção de dívida cambial em relação à dívida total (Prates, 2007b, p. 52).

⁴⁹ Entre maio de 2004 e maio de 2005, o Real se apreciou mais de 20% em relação ao dólar. No mesmo período, uma cesta de moedas de 16 países se apreciou 7% em relação à moeda norte-americana. Ver FIESP (2005).

As intervenções no mercado futuro ocorrem, sobretudo, através da oferta de *swaps* cambiais. A operação de *swap* é aquela em que os agentes trocam rentabilidade de ativos financeiros distintos. No *swap* cambial o BCB recebe uma taxa de juros e paga a variação do câmbio aos agentes. Já no caso do *swap* reverso, o BCB paga uma taxa de juros (por exemplo, a Selic) e recebe a variação cambial do período. Através do Gráfico 3.6, podemos analisar a intervenção do BCB no período, em que valores positivos são ofertas de *swaps* cambiais e valores negativos representam a oferta de *swaps* reversos. No segundo semestre de 2002 e no início de 2003, o BCB atuou ofertando *swaps* cambiais, assim como vendendo dólares no mercado à vista (Gráfico 3.6), o que mostra sua preocupação com a desvalorização cambial ocorrida neste período. Entre os anos de 2003 e 2004, o BCB atuou de forma pouco incisiva neste mercado. Já a partir de 2005, a autoridade monetária começou a ofertar *swaps* reversos, bem como comprar dólares no mercado à vista, o que reforça a hipótese de que o BCB atuou através de ambos os instrumentos para evitar a excessiva valorização do Real.

Gráfico 3.6

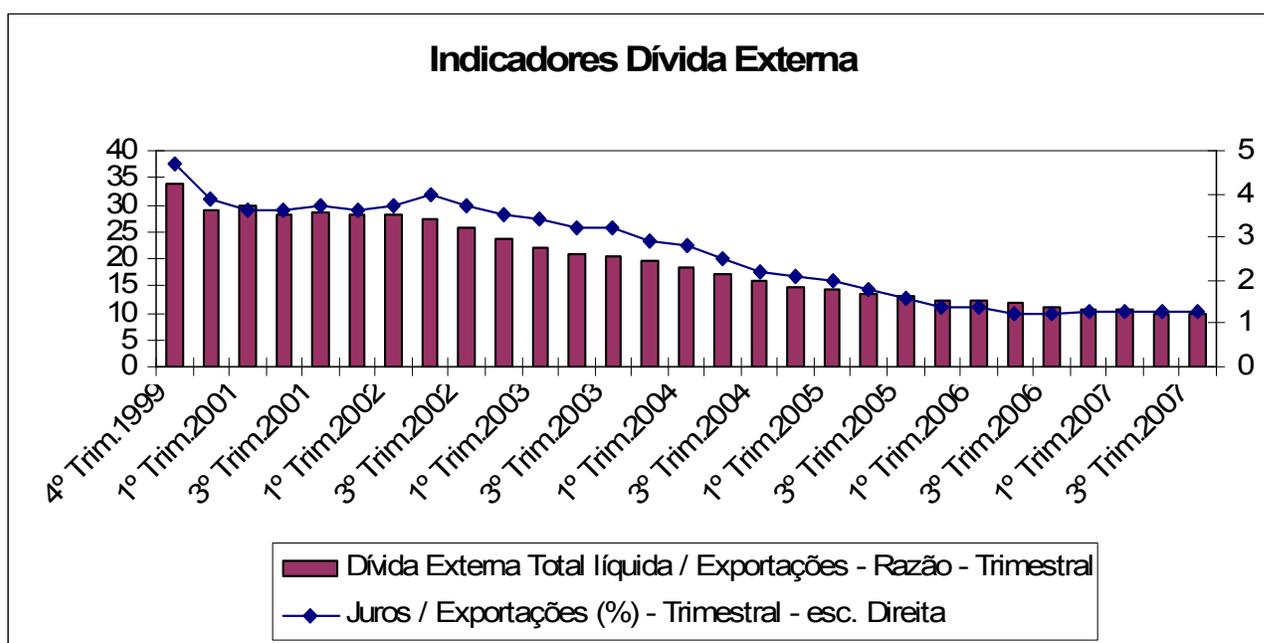


Fonte: Bacen. Elaboração Própria.

O período analisado (2003-2007) também evidencia a melhoria dos indicadores de solvência externa e este fato tem relação direta com a estratégia de intervenção da autoridade monetária. Pode-se delimitar três razões para a tal melhoria (Gráfico 3.7). Em primeiro lugar, a taxa de câmbio apreciada, com a complacência do Bacen, foi um fator decisivo nesta melhora. Esta postura em relação ao comportamento da taxa de câmbio reflete a estratégia de política monetária do governo, isto é, a apreciação cambial, resultante, dentre outros motivos, da intensidade e do tipo de intervenção do BCB, foi utilizada para colocar a inflação dentro da meta estabelecida pela autoridade monetária no âmbito do regime de metas de inflação, pois a inflação é diretamente influenciada pelo *passthrough*. Portanto, a apreciação cambial é determinante para que os preços permaneçam num patamar condizente com a meta de inflação estabelecida pelo governo.

Em segundo lugar, o BCB utilizou esta conjuntura de apreciação do câmbio para empreender uma estratégia agressiva de liquidação de dívida externa. Ademais, a alta nos preços de muitas *commodities*, mesmo com o câmbio apreciado, forneceu sustentação ao robusto saldo comercial. Em terceiro lugar, devemos citar a política de compra de dólares que visava, segundo o BCB, fortalecer o montante de reservas internacionais⁵⁰ (Gráfico 3.8).

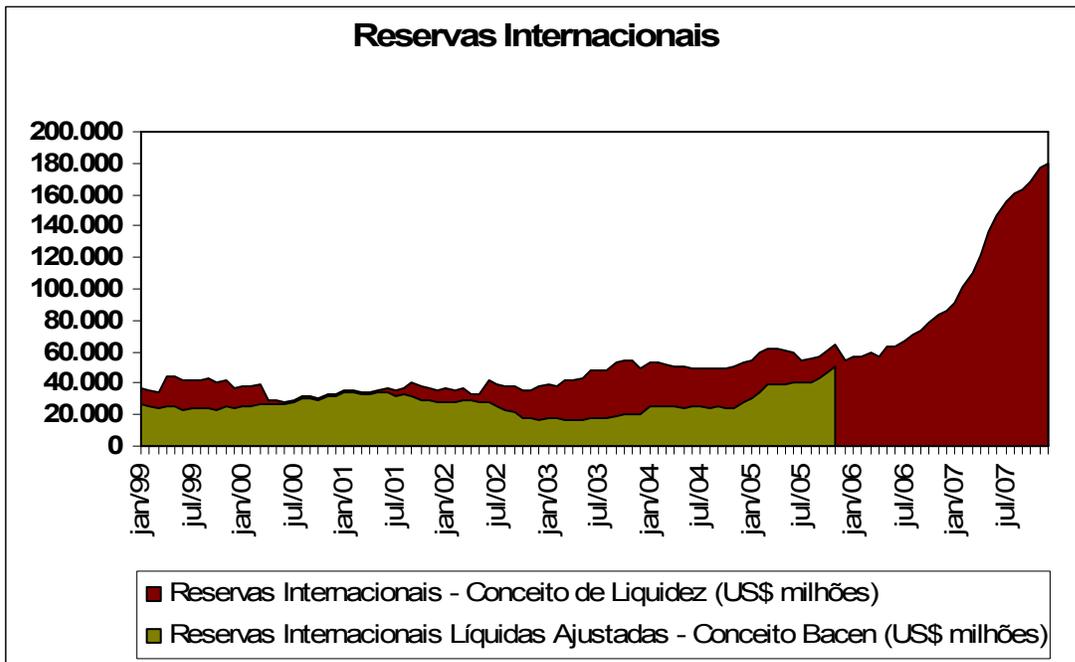
Gráfico 3.7 – Indicadores de Solvência Externa



Fonte: Bacen. Elaboração Própria.

⁵⁰ Entretanto, é fundamental observar que o fenômeno de acúmulo de reservas não se restringe apenas ao Brasil, mas diz respeito à boa parte dos países periféricos, devido à farta onda de liquidez ocorrida neste período (ver tabela 3.1). Ver também United Nations (UN) *Trade Development Report* (2006).

Gráfico 3.8



Fonte: Bacen. Elaboração Própria.

No que tange aos objetivos das intervenções, deve-se ressaltar que as estratégias de redução da exposição cambial do setor público e de acúmulo de reservas internacionais⁵¹ podem ser consideradas como elementos centrais da política cambial empreendida pelo BCB⁵². Além disso, a estratégia de ampliar o estoque de reservas internacionais está condicionada ao objetivo de não acrescentar volatilidade ao mercado cambial e de não interferir na tendência de flutuação da taxa de câmbio, isto é, segundo a autoridade monetária, não há qualquer compromisso com um nível para a taxa de câmbio (Bacen, 2006, p. 99).

⁵¹ Ver Gráfico 3.8.

⁵² No entanto, a autoridade monetária não explica o porquê da necessidade de acumular reservas se, oficialmente, o regime cambial é flutuante. Afinal, neste caso o mecanismo de ajuste é a variação de preço e as reservas internacionais são, em princípio, inúteis.

3.3. O Componente Especulativo da Apreciação Cambial

Antes de analisarmos os dados referentes ao mercado de derivativos, faremos uma introdução acerca dos principais produtos e operações negociados nos mercados de derivativos de câmbio. Os contratos futuros são padronizados e dizem respeito à compra ou venda de um determinado ativo numa determinada data previamente estabelecida, com um preço definido no momento do fechamento do negócio a ser exercido numa data futura. Os *swaps* são operações de troca, nas quais se intercambia determinado ativo ou determinado fluxo financeiro numa data futura pré-estabelecida. Já as opções são operações que envolvem o direito (e não uma obrigação) de exercer a compra ou venda de determinado ativo numa data acordada previamente e a um preço pré-acordado. O agente deve pagar um prêmio para obter o direito de exercer uma determinada opção (Farhi, 1998).

Os *swaps* cambiais e de juros são negociados principalmente no mercado balcão, tanto *onshore* quanto *offshore*. Um exemplo de produto negociado no mercado de balcão é o NDF (*non-deliverable forward*), que está diretamente ligado às operações de *carry trade* e ao processo de apreciação cambial, temas que serão tratados a seguir.

3.3.1. Operações de *Carry Trade* e o Enigma do *Forward Premium*

As operações de *carry trade* envolvem duas transações. A primeira consiste na venda de moedas que possuem um *forward premium*, ou seja, moedas nas

quais a taxa de câmbio futura é maior do que a taxa de câmbio presente (tendência de apreciação). Já a segunda transação envolve a compra de moedas com um *forward discount*, ou seja, moedas nas quais a taxa de câmbio futura é menor do que a taxa de câmbio presente (tendência de depreciação). Logo, as moedas que possuem um *forward premium* são aquelas que financiam as moedas com *forward discount*. Além disso, moedas com *forward premium* são denominadas *funding currencies*, pois são aquelas que financiam a compra de moedas com *forward discount*, que são denominadas *target currencies*. De acordo com a condição de equilíbrio dos mercados financeiros internacionais, a condição de paridade coberta da taxa de juros, o *forward premium* de uma moeda em relação a outra é igual ao diferencial de taxa de juros entre elas. Portanto, as moedas com baixas taxas de juros estão tipicamente com um *forward premium* enquanto que moedas com altas taxas de juros estão com um *forward discount*. Por fim, tomar empréstimos em moedas com baixas taxas de juros e emprestá-las em moedas com altas taxas de juros é equivalente a vender moedas com *forward premium* e comprar moedas com *forward discount* (Cavallo, 2006).

As evidências empíricas mostram que moedas com um *forward premium* e que, conseqüentemente, têm uma baixa taxa de juros, tendem, na prática, a se depreciar e não a se apreciar, como prevê a condição da paridade dos juros descoberta. Da mesma forma, moedas que tem um *forward discount* e que, conseqüentemente, têm altas taxas de juros tendem a se apreciar e não a se depreciar. Desta forma, um investidor que implementa uma operação de *carry trade* obtém ganhos de duas formas: (i) o diferencial de juros entre duas moedas e

(ii) a apreciação da moeda com altas taxas de juros e que foi originalmente comprada com um *forward discount* (Cavallo, 2006).

O ganho da estratégia de *carry trade* provém do enigma do *forward premium*, que é derivado da não verificação empírica da condição da paridade dos juros descoberta.

The “forward premium puzzle” refers to the well-known finding that forward rates in exchange markets are biased predictors of future spot rates. Indeed, not only are forward rates biased, but they are generally perverse: currencies that command a forward premium tend, on average, to depreciate, while those with a forward discount tend to appreciate (Meredith e Ma, 2002, p. 3)⁵³.

Este *puzzle* reflete a falha das hipóteses de mercados eficientes e de neutralidade ao risco. Os mercados eficientes garantem que as expectativas das variáveis futuras, incluindo a taxa de câmbio, incorporam toda informação disponível no momento em que as expectativas são formadas. A neutralidade ao risco implica que a taxa de câmbio futura é igual à expectativa do mercado e à taxa *spot* no futuro (Meredith e Ma, 2002).

⁵³ Uma visão oposta encontra-se em Bansal e Dahlquist (1999). Para os autores, o enigma do *forward premium* parece ser um fenômeno restrito a países com alta renda per capita (países desenvolvidos). Para os países emergentes, valeria a condição da paridade de juros descoberta. Além disso, o enigma do *forward premium* só ocorreria quando as taxas juros americanas (que remuneram os títulos com risco zero) superassem a taxas de juros externas (dos países em questão), pois, neste caso, a expectativa de depreciação da taxa de câmbio e o diferencial de taxa de juros estariam positivamente relacionados. Por fim, a relação entre expectativa de variação cambial e diferencial de taxa de juros estaria sistematicamente relacionada com os fundamentos macroeconômicos.

A não verificação da paridade descoberta de juros nos leva à adoção de outra hipótese, que é a da exogeneidade da taxa de juros, segundo a qual é possível estabelecer taxas de juros de curto prazo de forma arbitrária, ou seja, as mesmas não necessariamente se alinham com as taxas vigentes no resto do mundo (conforme Lavoie, 2000).

Já a literatura do mainstream defende a impossibilidade de se estabelecer taxas de juros de curto prazo de forma arbitrária, ou seja, as mesmas devem se alinhar com as taxas vigentes no resto do mundo. Esta crença é baseada em dois teoremas: o teorema da paridade do poder de compra (PPC) e o teorema da paridade dos juros⁵⁴. Na versão simplificada do PPC, a variação do câmbio se move com o diferencial de taxas de inflação. Assim:

$$(3.1) \Delta s_e = p_e - p^*_e$$

sendo Δs_e a expectativa da variação do câmbio, p_e o logaritmo da expectativa de variação dos preços domésticos e p^*_e o logaritmo da expectativa de variação dos preços externos. Entretanto, não há evidências empíricas robustas da validade deste teorema.

Já o teorema da paridade dos juros compreende duas relações: a paridade dos juros cobertas (PJC) e a paridade dos juros descoberta (PJD). A PJD afirma que, num ambiente sem risco, a taxa de juros nominal é determinada pela taxa de juros mundial acrescida da expectativa de variação da taxa de câmbio. A questão que surge é a do que determina a expectativa de variação cambial. Para a teoria

⁵⁴ A demonstração que se segue é baseada em Lavoie (2000).

neoclássica, a resposta é o diferencial de taxa de inflação, determinado pelo diferencial de crescimento da oferta de moeda (descontado o crescimento do produto), o que se sustenta caso seja válida a proposição do PPC. Assim, a PJD implica na equalização das taxas de juros reais entre os diferentes países e pode ser assim definida:

$$(3.2) R - R^* = s_e - s$$

em que R é a taxa de juros doméstica, R^* a taxa de juros externa, s o logaritmo da taxa de câmbio spot e s_e representa o logaritmo da expectativa da taxa de câmbio spot no futuro. A paridade dos juros coberta (PJC), por sua vez, afirma que o diferencial de taxa de juros deve ser igual ao “*forward exchange premium (discount)*” com relação à taxa de câmbio spot. Ela pode ser escrita da seguinte forma:

$$(3.3) R - R^* = f - s$$

sendo R a taxa de juros doméstica, R^* a taxa de juros externa, s o logaritmo da taxa de câmbio spot e f o logaritmo da taxa de câmbio futura. Destas equações inferimos que:

$$(3.4) R - p_e = R^* - p_e^*$$

e, conseqüentemente, a taxa de juros doméstica não pode ser diferente da vigente no resto do mundo. O arcabouço neoclássico assume a igualdade entre a condição da paridade de juros coberta e descoberta e, portanto, o fato de que a taxa de câmbio futura deve ser igual à expectativa da taxa de câmbio spot no futuro, sendo que a segunda determina a primeira. Entretanto, não há correlação empírica entre estas duas taxas. Por este motivo, a paridade das taxas de juros descoberta não necessariamente funciona e, por fim, a autoridade monetária tem autonomia para fixar taxas de juros reais diferentes das que prevalecem no resto do mundo (Lavoie, 2000). Logo, o melhor previsor da taxa futura de câmbio é a taxa spot e não a taxa forward (Taylor, 1995; Harvey, 1991; Harvey, 1993).

Assim, mudanças na oferta e na demanda das moedas induzidas pela oportunidade de explorar diferenciais de taxas de juros podem resultar em movimentos persistentes de taxas de juros. A estratégia de *carry trade* baseada em diferenciais de taxas de juros e *forward premium* afeta o saldo de oferta e demanda das moedas em questão. Esta estratégia tem como conseqüência o aumento da oferta das moedas das “*funding currencies*” e um excesso de demanda pelas “*target currencies*”. Portanto, há um reforço na tendência de desvalorização na moeda com baixa taxa de juros e uma tendência à apreciação da moeda com altas taxas de juros. Este mecanismo pode incentivar ainda mais investidores a apostarem nesta estratégia, o que pode amplificar demasiadamente estas tendências. (Cavallo, 2006).

Já o NDF (*non-deliverable forward*) permitiria ganhos semelhantes ao investimento em renda fixa sem a necessidade de aporte de recursos no país. Entretanto, para que se concretizem ganhos de arbitragem, a operação tem que

passar pelo país de alguma forma, mesmo que indiretamente. O banco que vende NDF (contrato futuro de real) ganha na arbitragem, pois vende real futuro no exterior (ou similarmente compra dólar futuro no exterior) e vende dólar futuro no Brasil (para se proteger do risco cambial), ganhando no *spread* (diferença de preços). Mas, ao vender dólar futuro no Brasil, o preço do dólar futuro é pressionado para baixo, o que torna possível outra arbitragem, entre o dólar futuro e o dólar *spot*. Como o preço do dólar futuro está em queda, é lucrativo comprá-lo e vender dólar á vista, aplicando os recursos em renda fixa. Ao vencer o contrato futuro, recompra-se o dólar que se detinha inicialmente e lucra-se com o excedente em renda fixa. Finalmente, quando o investidor compra NDF no exterior, abre-se a possibilidade para duas operações de arbitragem que culminam na venda de dólar à vista no mercado cambial. A venda do dólar à vista é semelhante ao que aconteceria se o investidor trouxesse de fato seus recursos para investir em renda fixa no Brasil, conforme Garcia e Diógenes, 2007, p. 12.

3.3.2. As Operações Especulativas e de Arbitragem no Mercado de Câmbio Brasileiro

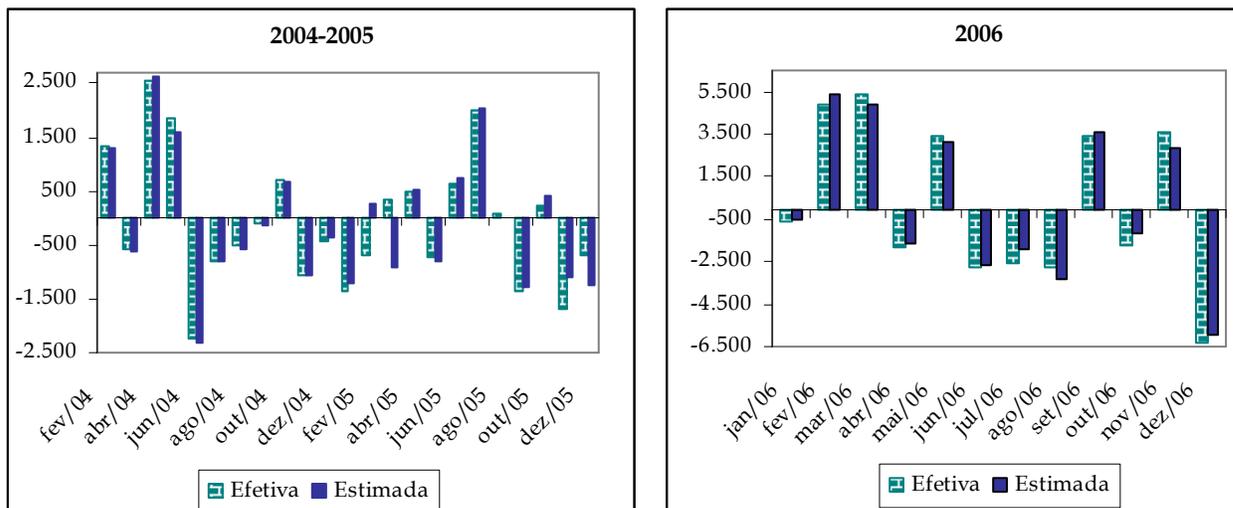
Além dos fatores mencionados na seção anterior, podemos atribuir a apreciação cambial dos últimos anos a operações de arbitragem e especulação empreendidas no mercado de câmbio, que estão diretamente ligadas às operações como o NDF, o *carry trade* e à exploração do enigma do *forward premium*. A apreciação da moeda brasileira não refletiu apenas uma possível assimetria entre a oferta e a demanda de divisas num regime cambial flutuante. Entre 2004 e 2006,

o governo (BCB e Tesouro) comprou US\$ 90 bilhões, valor superior ao saldo líquido de transações externas (US\$ 87,2 bilhões) (Prates, 2007a, p. 2)⁵⁵. Desta forma, a apreciação cambial tem relação não apenas com as operações comerciais e financeiras de câmbio, mas também com as operações no mercado de derivativos de câmbio.

Conforme observamos, as operações de arbitragem e especulação podem ser realizadas tanto no mercado interbancário quanto no mercado de derivativos. Uma forma de aferir a existência destas operações interbancárias pode ser feita confrontando-se as variações efetivas da posição dos bancos com as variações que decorreriam dos fluxos de divisas e das intervenções do BCB no mercado primário. Entre 2004 e 2006, as variações efetivas e estimadas no mercado secundário caminharam, em geral, muito próximas, o que contesta a hipótese de que as operações especulativas e de arbitragem tenham sido relevantes para o processo de apreciação cambial, a partir dos dados do mercado secundário – (Gráfico 3.9; Prates, 2007a, p. 38).

⁵⁵ Este hiato foi coberto pela mudança na posição cambial dos bancos (Prates, 2007b, p. 3).

Gráfico 3.9. Variação na Posição dos Bancos (Estimada e Efetiva).

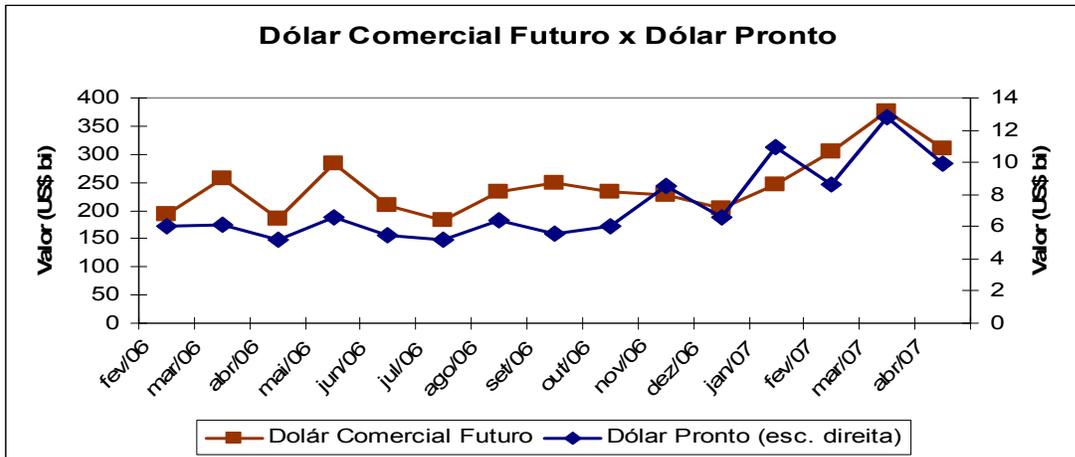


Fonte: Prates (2007a).

Entretanto, ao analisarmos as operações no mercado de derivativos de câmbio, inferimos a importância das operações de arbitragem e de especulação no processo de apreciação do Real. O contexto de considerável diferencial de juros e queda de risco-país (Gráfico 3.12) levou os investidores a tomar posições vendidas no mercado de câmbio futuro, apostando numa apreciação ainda maior da moeda brasileira, e a se posicionar na ponta comprada no mercado de taxas de juros futuro, pela crença de que as taxas de juros seriam reduzidas num futuro próximo. O Gráfico 3.10 mostra o desempenho comparativo do mercado de câmbio futuro e pronto. O maior volume negociado no primeiro retrata esta realidade⁵⁶. Em março de 2007, o mercado de dólar comercial futuro atingiu a marca de US\$ 377 bilhões em contratos negociados frente a apenas US\$ 12 bilhões no mercado à vista.

⁵⁶ De forma geral, o volume negociado no mercado de derivativos de câmbio é maior do que o negociado nos mercados primário e secundário. Entretanto, a magnitude da diferença no volume negociado reflete a importância das operações de arbitragem e especulativa neste mercado.

Gráfico 3.10

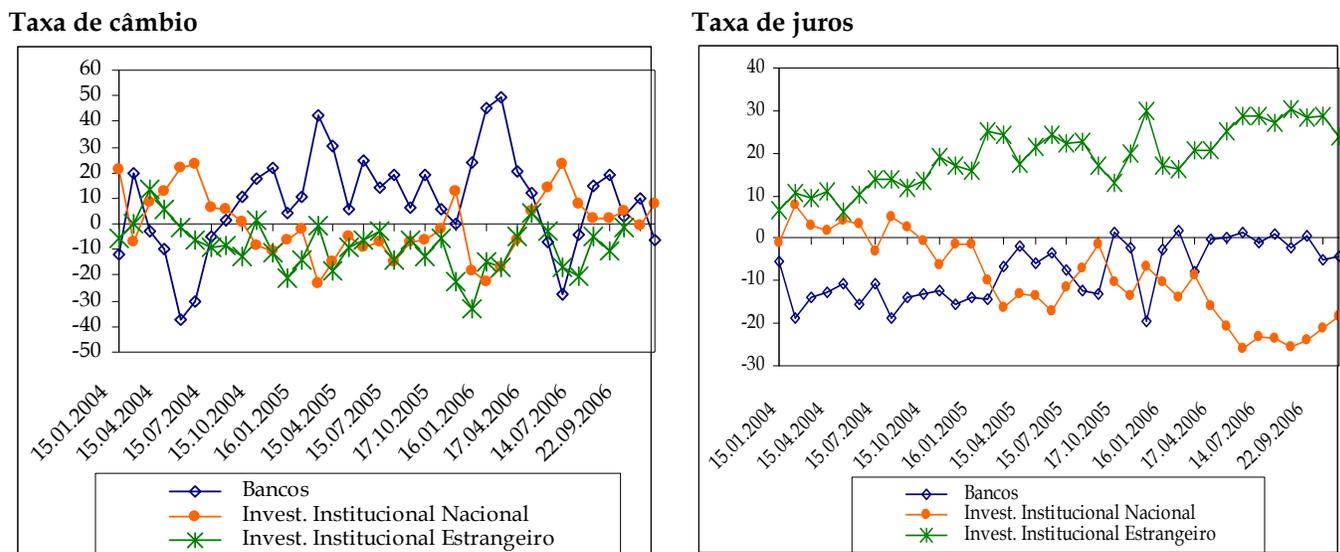


Fonte: **BM&F**. Elaboração Própria.

Todavia, o mercado de derivativos só funciona com expressivo volume quando há heterogeneidade de opiniões. Neste caso, os investidores estrangeiros mantiveram-se, na maior parte do tempo, em posição vendida no mercado de câmbio futuro, apostando na valorização do Real, e em posição comprada no mercado de derivativos de taxa de juros, apostando numa queda futura da taxa Selic, que não poderia permanecer nestes patamares indefinidamente. Os bancos, por sua vez, posicionaram-se de forma inversa, ou seja, vendidos em câmbio futuro e comprados em juros futuros, provavelmente para fazer *hedge* de suas operações no mercado primário (Farhi, 2006, p. 161). Além disso, o BCB atuou de forma a intensificar estas apostas, ao oferecer o *swap* cambial reverso, operação que equivale à compra de dólar futuro e venda de contrato DI, ou seja, que é remunerado pela taxa de depósito interbancário. Este fato aumentou a divergência de opiniões do mercado, o que intensificou ainda mais o processo descrito

(conforme Prates, 2007b, p. 64; ver Gráfico 3.11).

Gráfico 3.11. Posições líquidas dos investidores em derivativos de taxa de câmbio e de juros⁽¹⁾



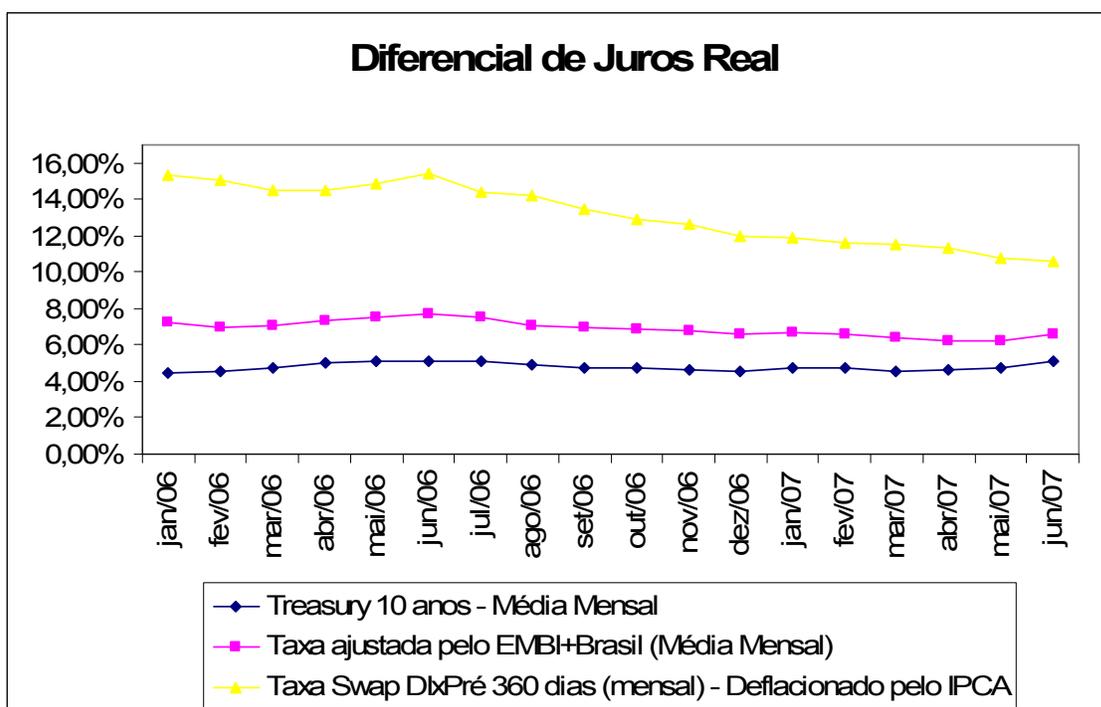
Fonte: Prates (2007a) e BM&F. Este indicador foi desenvolvido no âmbito do Cecon (Centro de Conjuntura e Política Econômica) pela pesquisadora Maryse Farhi.

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

Portanto, a excessiva valorização cambial verificada entre 2002 e 2006, mas principalmente a partir de 2005, está associada a uma combinação de eventos singulares: aprofundamento da abertura financeira (discutido acima), aliado ao estabelecimento da maior taxa de juros do mundo, o que pode ser visto no Gráfico 3.12, que mostra o diferencial de juros reais, num momento em que se verificava a queda do risco-país. Esta anomalia estimulou o aumento de operações de arbitragem no mercado de derivativos de câmbio e a apreciação do mercado de ativos brasileiros, sobretudo a taxa de câmbio, conforme Farhi, 2006, p. 152 (Gráfico 3.13). O BIS, no seu *Quarterly Review* (março de 2007), aponta um aumento nas operações de *carry trade* a partir de meados de 2006, que visam

tomar recursos principalmente em iene e franco-suíço a taxas de juros muito baixas para aplicá-las na valorizada moeda brasileira. As altas taxas oferecidas pela nossa autoridade monetária e a expectativa de valorização ainda maior do Real têm estimulado ainda mais estas operações. O próprio FMI, no seu *Global Financial Stability Report* (2006), aponta para os riscos aos quais os países “emergentes” estão submetidos, devido à grande quantidade de recursos designada para estas operações (IMF, 2006).

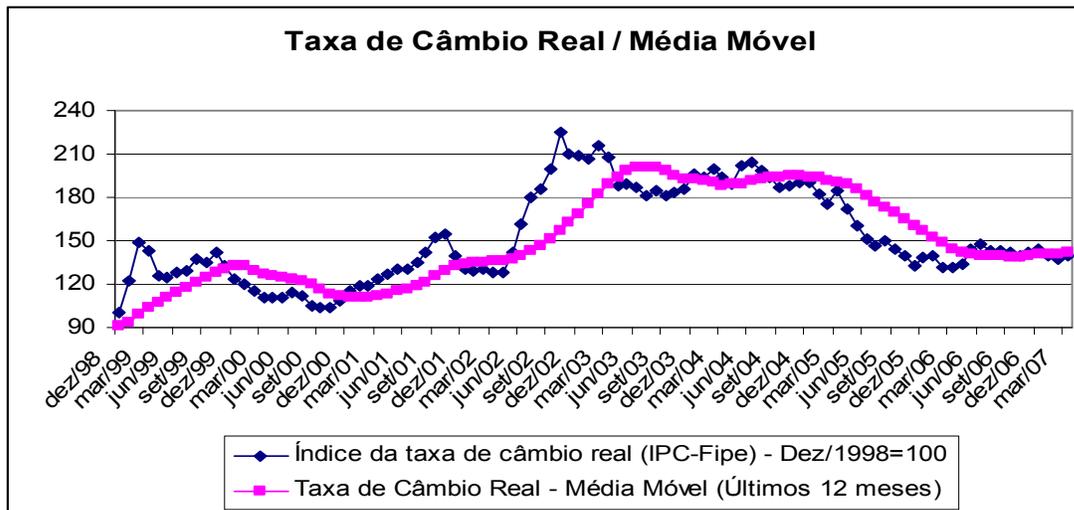
Gráfico 3.12⁵⁷



Fonte: Bacen. Elaboração Própria.

⁵⁷ O Treasury de 10 anos é o título do Tesouro norte-americano mais seguro e líquido. A taxa ajustada pelo EMBI+Brasil é uma medida de risco-país calculada pelo JP Morgan e a taxa Swap DixPré é a taxa de juros interna. Neste contrato de *swap*, há uma troca de rendimentos entre o CDI (certificado de depósito interbancário) e o CDB (certificado de depósito bancário). Estas taxas estão entre as mais utilizadas por analistas do mercado.

Gráfico 3.13



Fonte: Bacen. Elaboração Própria.

Portanto, o contexto de aperto de política monetária, com queda do risco-país e aprofundamento da liberalização financeira levou ao paroxismo as operações de arbitragem e especulação envolvendo, sobretudo, derivativos de câmbio, que resultaram na excessiva apreciação cambial. Aliado a isso, o desenvolvimento de mercados *offshore*, como os NDFs, num ambiente mais liberalizado, amplificou a possibilidade de execução de operações de arbitragem entre os diferentes mercados, o que acentuou potencialmente a volatilidade do câmbio. Desta forma, a formação da taxa de câmbio passou a depender decisivamente destes mercados. Uma mudança na percepção dos investidores, mesmo que oriunda de mudanças nas condições de outros países, pode criar sérios problemas para países de moeda inconvertível, através do efeito contágio. A arbitragem entre os mercados de câmbio *onshore* e *offshore* em países que não adotam controles de fluxos de capitais torna a taxa de câmbio mais suscetível à contaminação dos mercados *offshore*, dados os “vasos comunicantes” existentes,

fazendo com que estes tenham importante papel na formação da taxa de câmbio (Farhi, 2004, p.4)⁵⁸. Por fim, o livre acesso dado aos investidores em geral para atuar no segmento do mercado futuro de câmbio e juros, aliado à profundidade e liquidez deste, amplia o canal de transmissão na formação das taxas de câmbio, o que amplifica os efeitos da inconvertibilidade e, conseqüentemente, a instabilidade da taxa de câmbio.

3.4. Os Instrumentos de Intervenção no Mercado de Câmbio

Conforme discutido no capítulo anterior, as intervenções no mercado à vista têm como desvantagens depender da correlação de forças entre o mercado e a autoridade monetária, o que pode se tornar mais problemático num regime de câmbio flexível com moeda inconvertível, e do alto custo no caso de esterilização, que pode também ser problemático no caso de países com significativos diferenciais de juros e considerável nível de dívida. A vantagem seria o fato de que estas intervenções afetariam diretamente a taxa de câmbio. Apesar disso, o que se vê na prática é que a apreciação cambial não foi revertida, mesmo com as consideráveis intervenções do governo no mercado à vista, com aquisição de cerca de US\$ 90 bilhões entre os anos de 2004 e 2006.

Uma hipótese para esse fracasso seria a forma de intervenção do BCB. Ao invés de intervir de forma mais contínua, com quantidades menores e na forma

⁵⁸ Ao contrário do caso brasileiro, nos países que adotam o regime de câmbio fixo (por exemplo, China e Indonésia) as negociações de moedas *offshore* se concentram em prazos mais longos (Ma, Ho e McCauley, 2004), o que diminui a possibilidade de contaminação e a importância dos mercados *offshore* na formação da taxa de câmbio.

surpresa, o BCB atuou comprando as “sobras” (cobrindo todas as ofertas a preço de mercado) no fim do pregão, o que por um lado, tornou a intervenção menos eficaz, principalmente pela sua maior previsibilidade, e por outro lado, esteve em consonância com a estratégia anunciada pelo BCB de não interferir nem no patamar nem na volatilidade da taxa de câmbio⁵⁹ (Prates, 2007b, p.62). Entretanto, a intervenção esterilizada pode ter o efeito inverso (apreciação), pois a compra do dólar à vista eleva seu preço, diminuindo o *forward premium*. Como a taxa de juros não se altera (a operação foi esterilizada), sobe o cupom cambial (taxa de juros descontada da variação cambial), o que incentiva os bancos a captarem mais dólares para aplicarem no país e usufruir deste maior cupom cambial. Portanto, este tipo de intervenção pode ser ineficaz, tendo até mesmo um efeito inverso ao desejado (Garcia e Diógenes, 2007p. 12).

A venda de *swap* cambial reverso⁶⁰ é equivalente à compra de dólar no mercado futuro. Por isso, a moeda americana sobe quando a instituição faz o leilão no mercado futuro. É como se houvesse aumentado a demanda pela moeda americana. O prejuízo da autoridade monetária é a apreciação cambial somada à taxa que remunera o Certificado de Depósito Interbancário (CDI). Esses títulos são chamados de "reversos" porque o mais comum é o Banco Central receber uma taxa de juros e pagar a variação do câmbio (*swap* cambial). Esta operação tem como principal característica a transparência, pois o BCB anuncia previamente os leilões. As operações de *swap* reversos, combinadas com intervenções no

⁵⁹ Ver a discussão sobre os objetivos da política cambial do Banco Central do Brasil na subseção 3.2.2.

⁶⁰ O nome deriva do fato desta operação ser oposta à empreendida pelo BCB até 2002, denominada *swap* cambial.

mercado à vista, podem ser mais bem sucedidas. Ao comprar dólar à vista, o preço do mesmo se eleva. Entretanto, a venda de *swap* reverso, que equivale a comprar dólar futuro, pressiona o preço do dólar futuro para cima. O aumento deste preço impede a queda do *forward premium* e a elevação do cupom cambial, o que não estimula o ingresso de dólares adicionais. A desvantagem deste instrumento é que seu custo é maior, associado ao CDI e também à apreciação cambial. Caso a intervenção se dê através de operações no mercado futuro, esta será menos transparente, mas haverá apenas o custo da taxa básica de juros⁶¹.

Ademais, não pode ser descartada a utilização de medidas prudenciais e administrativas, tais como a restrição da exposição cambial dos bancos em relação ao seu patrimônio de referência⁶², o estabelecimento de depósitos não remunerados, o fim dos benefícios estabelecidos pela Resolução 2689 de 2000 (revendo a flexibilização para investimentos em ações e títulos de renda fixa e o acesso irrestrito de investidores estrangeiros nos mercados de derivativos domésticos), a necessidade de internalização imediata dos recursos dos exportadores, o aumento na margem de garantia para operações no mercado futuro e a mudança dos possíveis instrumentos (por exemplo, a substituição de títulos públicos por depósitos não remunerados) para este depósito nas operações de câmbio futuro e a introdução de controles nos fluxos de capitais (por exemplo, através do estabelecimento de IOF e da necessidade de depósitos não remunerados). Além disso, o BCB poderia atuar no mercado de câmbio de forma

⁶¹ Esta proposta está em Cagnin *et al.* (2007).

⁶² Em 2007, o BCB já diminuiu esta relação de 60% para 30%.

menos previsível, o que aumentaria o risco dos agentes para tomar determinadas posições, tornando as intervenções mais eficazes (Cagnin *et. al.*, 2007, p. 68).

Portanto, a conjuntura de ampliação da liquidez internacional, de queda do risco-país, associada ao aprofundamento da liberalização financeira no governo Lula e num contexto de política monetária restritiva, estimulou consideravelmente a realização de operações especulativas e de arbitragem no mercado de câmbio brasileiro, especialmente o de derivativos. Estas operações foram possibilitadas, dentre outros motivos, pelas operações de *carry trade* e por instrumentos tais como os *non-deliverable forwards* (NDFs). Este ambiente altamente liberalizado aumentou a importância dos “vasos comunicantes” entre os mercados *onshore* e *offshore*, e fez com que a formação da taxa de câmbio se tornasse cada vez mais dependente do comportamento dos mercados *offshore* e dos mercados financeiros internacionais. Tal realidade fez com que os instrumentos de política cambial se tornassem mais necessários e, ao mesmo tempo, mais difíceis de serem implementados. Por fim, concluímos que a autoridade monetária deve buscar, neste contexto, uma combinação de mecanismos de intervenção nos mercados à vista e futuro, mas sem descartar a utilização de medidas administrativas, com o objetivo de evitar a excessiva apreciação do Real.

Conclusão

O estudo apresentado teve como objetivo analisar os motivos da apreciação da taxa de câmbio brasileira no período 2003-2007, assim como discutir e avaliar os diferentes instrumentos de intervenção no mercado de câmbio com o objetivo de impedir a apreciação do Real. Para tanto, fizemos primeiramente uma discussão dos condicionantes de política cambial. A principal restrição à gestão cambial é o fato de termos uma moeda inconvertível, portadora do pecado original. Tais características podem resultar no descasamento de moedas, que, aliado a objetivos como a manutenção de baixas taxas de inflação e da competitividade externa, justifica a intervenção da autoridade monetária no mercado de câmbio.

Desta forma, discutimos na seqüência as diferentes técnicas de gestão do capital. Salienciamos que a intervenção no mercado de câmbio pode atender três objetivos principais, quais sejam o controle da inflação, a manutenção da competitividade externa e a estabilidade do sistema financeiro. Cada objetivo almejado implica o controle de variáveis distintas.

No caso brasileiro, argumentamos que a gestão cambial teve como objetivo precípua a manutenção de uma taxa de câmbio que fosse compatível com um nível de inflação que se colocasse dentro da meta estabelecida pelo governo no âmbito do regime de metas de inflação. O principal instrumento utilizado para estabelecer tal taxa de câmbio foi a taxa de juros. Além disso, no período analisado, presenciamos um aprofundamento da abertura da conta financeira, que juntamente com uma política monetária altamente restritiva subordinada ao regime

de metas de inflação, resultou numa notável apreciação cambial e em baixas taxas de crescimento comparadas a países similares. Ademais, argumentamos ao longo do trabalho que este último fenómeno estimulou o ingresso de fluxos de capitais de curto prazo, que visavam explorar o diferencial de juros através de operações de arbitragem e especulação, especialmente no mercado de derivativos de câmbio. É importante ressaltar que o aumento significativo no volume de operações com derivativos associado a medidas como a flexibilização da cobertura cambial às exportações tornou a determinação da taxa de câmbio cada vez mais independente dos fluxos de divisas, tanto os fluxos relacionados à conta corrente quanto à conta financeira.

Portanto, defendemos que a diminuição do diferencial de juros e a introdução de mecanismos de intervenção no mercado de câmbio e de medidas administrativas podem desestimular operações de arbitragem e diminuir o ingresso de capitais de curto prazo, diminuindo a dependência da determinação do câmbio e, conseqüentemente, dos juros, da ação dos mercados, e permitindo que estas variáveis tenham um comportamento menos volátil. Além disso, a diminuição deste diferencial pode estimular o ingresso de investimentos diretos, tendo impacto significativo sobre a composição dos fluxos de capitais, o que, através de um círculo virtuoso (dado que o investimento direto tem um caráter mais estável) estabilizaria ainda mais os fluxos de capitais com conseqüências benígnas às taxas de câmbio e juros.

As variáveis taxa de câmbio e taxa de juros são fundamentais para o crescimento do país. Por sua vez, as intervenções devem minimizar a volatilidade da taxa de câmbio, que é maior em países de moeda inconvertível sujeitos ao

descasamento de moedas. Para tanto, faz-se necessária uma política cambial ativa, que intervenha na taxa de câmbio, além da adoção de medidas administrativas, com o intuito de posicioná-la num patamar que crie competitividade ao setor exportador e garanta uma taxa de crescimento com a necessária geração de empregos para o país.

Bibliografia

AKYÜZ, Y. (1993) "Financial Liberalization: The Key Issues". *United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) Discussion Papers*, n. 56.

ALBUQUERQUE, R. (2003) "The Composition of Internacional Capital Flow: Risk Sharing Through Foreign Direct Investment". *Journal of International Economics*. V. 61, n. 2, pp. 253-283.

ALLEN, M., ROSENBERG, C., KELLER, C., SETSER, B., ROUBINI, N. (2002) "A Balance Sheet Approach to Financial Crisis". *International Monetary Fund (IMF) Working Paper* n. 210.

AMADO, A. (2006) "Controle de Capitais e Instabilidade Financeira: Uma Abordagem Pós-Keynesiana". In: SICSÚ, J.; FERRARI-FILHO, F. (Orgs.). *Câmbio e Controles de Capitais*. Rio de Janeiro, Campus.

ARCHER, D. (2005) "Foreign Exchange Market Intervention: Methods and Tactics". *Bank of International Settlement (BIS) Papers* n. 24.

_____. (2003a) "Ainda Sobre a Conversibilidade". *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3 (91), pp. 135-142, Julho-Setembro.

ARIDA, P. (2003b) “Por uma Moeda Plenamente Conversível”. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3 (91), pp. 151-154, Julho-Setembro.

_____. (2004) “Aspectos Macroeconômicos da Conversibilidade: Uma Discussão do Caso Brasileiro”. Mimeo.

ARIDA, P., BACHA, E., LARA-RESENDE, A. (2004) “Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil”. In: GIAVAZZI, F., GOLDFAJN, I., HERRERA, S. (Orgs.). *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 To 2003*. MIT Press.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2006). *Relatório de Inflação*. Vol. 8. n. 4, Dezembro, www.bacen.gov.br.

BANSAL, R., DAHLQUIST, M. (1999) “The Forward Premium Puzzle: Different Tales from Developed and Emerging Economies”. *Journal of international Economics*, v. 51, Issue 1, Junho, pp. 115-144.

BELLUZZO, L. G. de M. (1997) “Dinheiro e as Transfigurações da Riqueza”, In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L., (Orgs.), *Poder e dinheiro – Uma Economia Política da Globalização*. Vozes, Petrópolis.

_____. (2006) “As Transformações da Economia Capitalista no Pós-Guerra e a Origem dos Desequilíbrios Globais”. In: CARNEIRO, R. (Org.). *A Supremacia dos Mercados e a Política Econômica do Governo Lula*. São Paulo, Unesp.

BELLUZZO, L. G. de M, ALMEIDA, J. G. (2002) *Depois da Queda*. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira.

BELLUZZO, L. G. de M., CARNEIRO, R. (2004) “O Mito da Conversibilidade”. *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 2, pp. 218-222, abr./jun.

BIS (Bank of International Settlements) (2007). *Quarterly Review*, Março, www.bis.org.

BULOW, J., ROGOFF, K. (1990) “Cleaning Up Third World Debt Without Getting Taken to the Cleaners”. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, n. 1, pp. 31-42 Winter.

BURGER, J. D., WARNOCK, F. E. (2003) “Diversification, Original Sin, and International Bond Portfolios”. Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, n. 755.

CAGNIN, R. F., CINTRA, M. A. M., FARHI, M. (2007). “Fundos Cambiais e Estratégias de Intervenção no Mercado Brasileiro de Câmbio”. *Relatório para o*

Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI), Agosto, Não-Publicado.

CALVO, G. (2001) Crises de balanços de pagamentos em mercados emergentes. In: KRUGMAN, P. (org.). *Crises Monetárias*. São Paulo, Makron Books.

CALVO, G., REINHART, C. (2000) "Fear of Floating". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, n. 7993, November.

CARNEIRO, R. M. (2002) *Desenvolvimento em Crise: A Economia Brasileira no Último Quarto do Século XX*. São Paulo, Unesp.

_____. (2006a) "Globalização e Inconvertibilidade Monetária". *IE/Unicamp*, Texto para Discussão n. 120.

_____. (Org.) (2006b) *A Supremacia dos Mercados e a Política Econômica do Governo Lula*. São Paulo, Unesp.

CARRUTH, A., DICKERSON, A., HENRELEY, A. (2000) "What do we know about Investment under Uncertainty?". *Journal of Economics Survey*, vol. 24, n. 2, pp. 119-153.

CARVALHO, F. J. C. (1992) *Mr. Keynes and the Post Keynesians*. Aldershot, Edward Elgar.

CARVALHO, F. J. C. (2006) “Controles de Capitais: Uma Agenda de Pesquisa”. *In*: SICSÚ, J.; FERRARI-FILHO, F. (Orgs.). *Câmbio e Controles de Capitais*. Rio de Janeiro, Campus.

CARVALHO, F. J. C.; SICSÚ, J. (2006) “Controvérsias Recentes sobre Controles de Capitais”. *In*: SICSÚ, J.; FERRARI-FILHO, F. (Orgs.). *Câmbio e Controles de Capitais*. Rio de Janeiro, Campus.

CAVALLO, M. (2006) “Interest Rates, Carry Trades, and Exchange Rate Movements”. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, Novembro.

CHANG, R., VELASCO, A. (1999) “Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy”. *Macroeconomics Annual*, National Bureau of Economic Research (NBER).

COHEN, B. J. (1998) *The Geography of Money*. Ithaca, Cornell University Press.

CAGNIN, R. F.; CINTRA, M. A. M.; FARHI, M. (2007) “Fundos Cambiais e Estratégias de Intervenção no Mercado Brasileiro de Câmbio”. *IEDI - Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial*, São Paulo, Agosto (Trabalho Não-Publicado).

DAVIDSON, P. (1984). "Reviving Keynes's Revolution". *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 6, n. 4, Summer, pp. 561-575.

DISYATAT, P & G. GALATI. (2005) "The Effectiveness of Foreign Exchange Intervention in Emerging Market Countries". *Bank of International Settlement (BIS) Paper n.24*.

DOMAÇ, I.; MENDOZA, A. (2002) "Is There Room for Foreign Exchange Interventions under an Inflation target Framework? Evidence form Mexico and Turkey". *World Bank Policy Research Working Paper n. 3288*, Abril.

DOMINGUEZ, K; FRANKEL, J. (1993) *Does Foreign Exchange Rate Work?* Washington, DC, Institute for International Economics.

EDISON, H.; LEVINE, R.; RICCI, L.; SLOCK, T. (2002) "International Financial Integration and Economic Growth". *International Monetary Fund (IMF) Working Paper n. 145*.

EDWARDS, S. (1998) "Capital Flows, Real Exchange Rates, and Capital Controls: Some Latin America Experiences". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper n. 6800*, Novembro.

_____, (2005) “Capital Controls, Sudden Stops and Current Account Reversals”. *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper n. 11170*, Março.

EICHENGREEN, B., HAUSMANN, R. (1999) “Exchange Rates and Financial Fragility”, *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper n. 7418*, Novembro.

EICHENGREEN, B., HAUSMANN, R., PANIZZA, U. (2003) “Currency Mismatch, Debt Intolerance and Original Sin: Why They are not the Same and Why it Matters”. *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Papers n. 10036*, Outubro.

_____, _____, _____. (2005) “The Pain of Original Sin”. In: EICHENGREEN, B., HAUSMANN, R. (Orgs.) *Other People’s Money – Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Countries*. Chicago, The University of Chicago Press.

_____, LEBLANG, D. (2002) “Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?”. *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper n. 9427*, Dezembro.

EPSTEIN, G.; GRABEL; I.; JOMO, K. S. (2003) “Capital Management Techniques for Development Countries in the 90s: Seven Success Stories and Lessons for the Future”. *Political Economy Research Institute, Working Paper n. 56*.

FARHI, M. (1998). *O Futuro no Presente: Um Estudo dos Mercados de Derivativos Financeiros*. Tese de Doutorado, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

_____, (2004) “Mercados de Câmbio Offshore e Moedas Inconvertíveis”. *Política Econômica Em Foco*, Centro de Conjuntura e Política Econômica (Cecon), Instituto de Economia, Unicamp, v. 03.

_____, (2006) “O Impacto dos Ciclos de Liquidez no Brasil: Mercados Financeiros, Taxa de Câmbio, Preços e Política Monetária”. *In: CARNEIRO, R. (Org.). A Supremacia dos Mercados e a Política Econômica do Governo Lula*. São Paulo, Unesp.

FERRARI-FILHO, F., JAYME JR, F. G., LIMA, G. T., OREIRO, J. L., PAULA, L. F. (2005) “Uma Avaliação Crítica da Proposta de Conversibilidade Plena do Real”. *Revista de Economia Política*, 25 (1), pp. 133-151, Janeiro-Março.

FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DE SÃO PAULO - FIESP (2005). “As sete quedas das exportações: o que a história nos ensina?”. Disponível em http://www.fiesp.com.br/download/pesquisa/as_sete_quedas.doc

FISCHER, S. (1998). "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF". *Essays in International Finance*, Princeton, n. 2007.

FRANKEL, J., WEI, S. J. (2005). "Managing Macroeconomic Crises: Policy Lessons", In: AIZENMAN, J., PINTO, B. (Orgs.) *Managing Economic Volatility and Crises: A Practitioner's Guide*. Cambridge, Cambridge University Press.

FRANKEL, J., ROSE, A. K. (1996). "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment". *Journal of International Economics*, v. 41, n. 3 e 4, pp.351-366, Novembro.

FREENCH-DAVIS, R. (2002). "Stabilizing Capital Surges and Macroeconomic Balances in Emerging Economies". In: FENDT, R. LINS, M. A. T. (Orgs.). *Uneven Architecture: the space of emerging countries in the international financial system*. Rio de Janeiro, Konrad-Adenauer/FGV.

FROOT, K., THALER, R. H. A. (1990) "Exchange Rate". *Journal of Economic Perspectives*, V. 4, n. 3, pp. 179-92, Summer.

FURMAN, J., STIGLITZ, J. (1999). Economic Consequences of Income Inequality. *Federal Reserve Bank Review of Kansas City*.

FURTADO, C. (1992). *Brasil: A Construção Interrompida*. São Paulo, Paz e Terra.

FURTADO, C. (2003) *Raízes do Subdesenvolvimento*. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira.

GALATI, G; MELICK, W. (2002). “Central Bank intervention and Market Expectation”. *Bank of International Settlement (BIS) Paper n. 10*.

GARCIA, M. G. P; URBAN, F. (2004) “O Mercado Interbancário de Câmbio”. PUC-RJ, *Texto para Discussão n. 509*, www.econ.puc-rio.br.

GARCIA, M. G. P. (2001). Taxa de Juros, Risco Cambial e Risco Brasil. *Encontro Anpec*, <http://www.anpec.org.br/encontro2001/artigos/200102017.pdf>.

_____. (2006). “Fluxos de Capitais, Derivativos Financeiros e Intervenções nos Mercados de Câmbio”. *Reunião de Conjuntura – IPEA*, Março.

_____. DIÓGENES, F. P. (2007) “Fluxos de Capitais, Derivativos Financeiros e Intervenções nos Mercados de Câmbio II”. *Seminário Rumos da Política Cambial*, Rio de Janeiro, PUC-RJ.

GOLDSTEIN, M., TURNER, P. (2004). *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*. Washington DC, Institute for International Economics.

GOODHART, C. A. E., MACMAHON, P. C., NGAMA, Y. L. (1997) "Does the Forward Premium / Discount Help to Predict the Future Change in the Exchange Rate". *Scottish Journal of Political Economy*, v. 39, n. 2, pp. 129-140.

GREENVILLE, S. (2000) "Exchange Rate Regimes for Emerging Markets". *Reserve Bank of Australia Bulletin*, pp. 53-63, Novembre.

GUÉRIN, J-L., LAHRÈCHE-RÉVIL, A. (2003). *Exchange rate volatility and investment*. Mimeo.

HARVEY, J. T. (1991). "A Post Keynesian View of Exchange Rate Determination". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 14, n. 1, pp. 61-71.

_____. (1993) "Daily Exchange Rate Variance". *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 15, n. 4, pp. 515-540.

HAUSMANN, R., PANIZZA, U. STEIN, E. (2000). "Why do Countries Float the Way They Float?". *Inter-American Development Bank (IADB) Working Paper*, n. 418.

HAWKINS, J. (2005) "Globalization and Monetary Operations in Emerging Markets". In: "Globalization and Monetary Policy in Emerging Markets". *Bank of International Settlement (BIS) Papers n. 23*, pp. 59-80.

HERMANN, J. (2004). “Financiamento de Longo Prazo: Revisão do Debate e uma Proposta para o Brasil”. In: SICSÚ, J., OREIRO, J. L., PAULA, L. F. (Orgs.) *AGENDA Brasil – Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Rio de Janeiro, Manole.

HODRICK, R. J. (1987). *The Empirical Evidence on the Efficiency of Forward and Future Exchange Markets*. Chur: Harwood.

IBRE (2006). “Carta do Ibre”. *Revista de Conjuntura Econômica*, Março. www.ibre.fgv.br.

International Monetary Fund. (2006). *Global Financial Stability Report*. www.imf.org.

JAVORCIK, B. S. (2004). “Does foreign Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers through Backward Linkages”. *American Economic Review*, V. 94, n. 3, pp. 605-27, Junho.

JURGENSEN, P. (1983). *Report of the Working Group on Foreign Exchange Market Intervention*. Washington D.C., US Treasury Department.

KEYNES, J. M. (1936). *General Theory of Employment Interest and Money*. New York, Harcourt.

KOSE, M. A., PRASAD, E., ROGOFF, K., WEI, S. (2006). "Financial Globalization: A Reappraisal". *International Monetary Fund (IMF) Working Papers n. 189*, Agosto.

KRUGMAN, P. (1999). "Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crisis". *International Tax and Public Finance*, v. 6, n. 4, Novembro.

_____, (2002). "Crises: The Price of Globalization?" Paper presented at *2000 Symposium on Global Economic Integration*. Federal Reserve Bank of Kansas City.

LAVOIE, M. (2000). "A Post Keynesian View of Interest Parity Theorems". *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 23, n. 1, pp. 163-179, Fall.

LEWIS, K. (1995). "Puzzles in International Financial Markets". In: GROSSMAN, G. ROGOFF, K. (Orgs.) *Handbook of International Economics*, vol. 3, Amsterdam, Elsevier.

LIMA, A. R. S., MOURA, M. L. (2007). "Empirical Exchange Rate Models Fit: The Case of Brazil". In: *7th Global Conference on Business & Economics*, Roma. Proceedings of the 7th Global Conference on Business & Economics.

MA, G.; HO, C.; McCAULEY, R. N. (2004) "The Markets for Non Deliverable Forwards in Asian Currencies". *BIS Quarterly Review*, Junho.

MA, G., McCAULEY, R. (2007). "Do China's Capital Controls Still Bind? Implications for Monetary Autonomy and Capital Liberalisation". *Bank of International Settlements (BIS) Working Papers n. 233*.

MEREDITH, G., MA, Y. (2002) "The Forward Premium Puzzle Revisited". *International Monetary Fund (IMF) Working Paper n. 28*, Fevereiro.

MAcCALLUM, B. T. (1996). *International Monetary Economics*. Oxford, Oxford University Press.

MENDOZA, E. Lessons from the Debt Deflation Theory of Sudden Stops, forthcoming in *American Economic Review Papers & Proceedings*.

MEREDITH, G. MA, Y. (2002). "The Forward Premium Puzzle Revisited". *International Monetary Fund Working Paper n. 28*.

MIHALIJEK, D. (2005). "Survey of Central Banks Views on Effects of Intervention". *Bank of International Settlement (BIS) Papers n. 24*.

MISHKIN, F. S. (2006). *The Next Great Globalization: How Disadvantaged Can Harness Their Financial Systems To Get Rich*. Princeton, Princeton University Press.

MOHANTY, M. S., SCATIGNA, M. (2005). "Has Globalization Reduced Monetary Policy Independence?". *Bank of International Settlement (BIS) Papers n 24*.

MOHANTY, M. S., TURNER, P. (2005). "Intervention: What Are the Domestic Consequences?". *Bank of International Settlements Papers (BIS) n. 24*.

MORAN, T. H. (2005). "How Does FDI Affect Host Country Development? Using Industry Cases Studies To Make Reliable Generalizations". *In: MORAN, T. H., GRAHAN, E. M., BLOMSTRON, M. (Orgs.). Does Foreign Investment Promote Development?. Washington, Institute for International Economics.*

MORENO, R. (2005). "Motives for Intervention". *Bank of International Settlements (BIS) Papers n. 24*.

MOSER-BOEHM, P. (2005). "Governance Aspects of Foreign Exchange Interventions". *Bank of International Settlements Papers (BIS) n. 24*.

NEELY, C. J. (1999). "An Introduction to Capital Controls". *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, pp. 13-30, Novembro-Dezembro.

_____, (2000). "The Practice of Central Bank Intervention: Looking under the Hood". *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank of St Louis, pp. 1-10. Maio-Junho.

NIELS, H., LENSINK, R. (2003) "Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth" *Journal of Development Studies*. Vol. 40, n. 1, pp. 142-163, Outubro.

NOVAES, W., OLIVEIRA, F. (2005) *Intervenções no Mercado Cambial: Eficácia dos Derivativos de Câmbio e de Outros Instrumentos*, Mimeo.

OREIRO, J. L. P. (2006) "Autonomia, Fragilidade e Equilíbrio: a Teoria sobre os Controles de Capitais". *In: SICSÚ, J.; FERRARI-FILHO, F. (Orgs.). Câmbio e Controles de Capitais*. Rio de Janeiro, Campus.

OREIRO, J. L. P., PAULA, L. F., SILVA, G. J. C. (2003) "Fluxos e Controles de Capitais no Brasil". *In: OREIRO, J. L. C. ; PAULA, L. F. R.; SICSÚ, J. (Orgs.). Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços*. v. 1, pp.. 65-115. São Paulo, Manole.

OREIRO, J. L. P., PAULA, L. F., SILVA, G. S. (2004) "Por uma Moeda Parcialmente Conversível : Crítica à Arida e Bacha". *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 2, pp. 223-237.

PRASAD, E. S., ROGOFF, K., WEI, S., KOSE, M. A. (2004). "Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries". *National Bureau of Economic Research (NBER), Globalization and Poverty Conference*.

PRATES, D. M. (2002). *Crises Financeiras dos Países “Emergentes”*: Uma *Interpretação Heterodoxa*. Tese de Doutorado. Campinas, IE-Unicamp.

_____, (2006) “A Inserção Externa da Economia Brasileira no Governo Lula”.
In: CARNEIRO, R. (Org.) *A Supremacia dos Mercados e a Política Econômica do Governo Lula*. São Paulo, Unesp.

_____, (2007a) “Os Determinantes das Taxas de Câmbio Nominal e Real no Brasil após a Adoção do Regime de Câmbio Flutuante”. Sub-projeto III: Integração Cambial e Monetária, Dinâmica do Balanço de Pagamentos e Trajetória da Taxa de Câmbio. *Projeto de pesquisa: O Brasil na Era da Globalização: Condicionantes Domésticos e Internacionais ao Desenvolvimento*. BNDES, Não-Publicado.

_____ (2007b). “Os Dilemas da Gestão do Regime de Câmbio Flutuante no Brasil”. Sub-projeto III: Integração Cambial e Monetária, Dinâmica do Balanço de Pagamentos e Trajetória da Taxa de Câmbio. *Projeto de Pesquisa: O Brasil na Era da Globalização: Condicionantes Domésticos e Internacionais ao Desenvolvimento*. BNDES, Não-Publicado.

REINHART, C., ROGOFF, K, SAVASTANO, M. (2003). “Debt Intolerance”. *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 1.

RODRIK, D. (1998) “Who Needs Capital-Account Convertibility? Princeton, *Essays in International Finance*, n. 207, pp. 55-65.

_____, (2006) “The Social Cost of Foreign Exchange Reserves”. *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper n.11952*.

RODRIK, D., VELASCO, A. (1999) “Short Term Capital Flows”. *Annual World Bank Conference on Development Economics*. Washington D.C., World Bank.

SARNO, L.; TAYLOR, M. P. (2001) “Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is it Effective, and If So, How Does it Work?”. *Journal of Economic Literature*, vol. 39 (3), pp. 839-68.

SICSÚ, J. (2006) “Rumos da Liberalização Financeira”. *Revista de Economia Política*, v. 26, n. 3 (103), pp. 364-380, julho-setembro.

STIGLITZ, J. (1998). “Responding To Economic Crisis: Policy Alternatives for Equitable Recovery and Development”. *The Manchester School Review*, v. 67, n. 5, pp. 409-427, Setembro.

_____, (2000). “Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability”. *World Development*, v. 28, n. 6, pp. 1075-1086.

_____, (2002). *Globalization and Its Discontents*. New York and London, W.W. Norton.

TAPIA, M.; TOKMAN, A. (2004). "Effects of Foreign Exchange Interventions under Public Information: The Chilean Case". *Economia*, LACEA, vol. 4, pp. 1-42, Spring.

TAVARES, M. C.; BELLUZZO, L. G. M. (2005). "A Mundialização do Capital e a Expansão do Poder Americano", *in*: FIORI, J. L., (Org.), *O Poder Americano*. Petrópolis, Vozes.

TAYLOR, M. P. (1995). "The Economics of Exchange Rates". *Journal of Economic Literature*, v. 33, n. 1, pp. 13-47.

United Nations (2006). *Trade Development Report*. Disponível em www.un.org.

WAGNER, H. (2002). Implications of Globalization for Monetary Policy. *University of Hagen, Working Paper*.