



*Câmbio - Bu*

Monografia

TCC/UNICAMP  
C128r  
1290004756/IE

# Regime de Câmbio Flutuante no Brasil (1999 – 2008) e Indicadores do Medo de Flutuar

Professor responsável: **Dr. Daniela Magalhães Prates**

Aluno: **Ricardo Barbosa Calegari RA 046164**

Campinas, novembro de 2009

*1290004756*

## Índice

### **Introdução**

### **Capítulo 1: Globalização financeira, Gestão de taxas de câmbios flutuante e o “medo de flutuar”**

1.1 Introdução .....	3
1.2 Globalização Financeira .....	5
1.3 As economias emergentes e o “medo de flutuar”.....	9

### **Capítulo 2: Indicadores do Medo de Flutuar**

2.1 Introdução .....	18
2.2 Indicadores de Calvo-Reinhart .....	18
2.3 Indicadores de Haussman .....	24

### **Capítulo 3: A experiência brasileira recente**

3.1 Introdução .....	29
3.2 Segundo governo FHC (1999 – 2002) .....	32
3.3 Governo Lula (2003 – 2008) .....	38
<b>4 Conclusão .....</b>	<b>46</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>47</b>

## Introdução

Em 18 de janeiro de 1999, O Banco Central do Brasil lançou o Comunicado n. 6.565 divulgando para a sociedade que, a partir daquela data: *“deixaria que o mercado definisse a taxa de câmbio, nos segmentos livre e flutuante, vindo a intervir, ocasionalmente, com o objetivo de conter movimentos desordenados da taxa de câmbio”*. Assim se instituía no país o câmbio flutuante depois de pouco mais de 4 quatro anos de regime de bandas cambiais do Plano Real.

A adoção do câmbio flutuante pelo Brasil não foi um caso isolado. Muitos outros países emergentes durante a década de 90 usaram a política de taxa de câmbio administrada como um estabilizador para toda a economia. Mas essa política se mostrou insatisfatória frente a ataques especulativos, o que acabou culminando em sucessivas crises cambiais durante a segunda metade da década. A partir de então, uma grande parte desses países emergentes passou a adotar o câmbio flutuante, como forma de atender a trindade impossível, combinando-o com a mobilidade de capital e autonomia da política monetária, assim como acontece nos países mais desenvolvidos. Porém, como mostra Mohanty e Scatigna (2005), as mudanças do regime cambial não conseguiram garantir os ajustes previstos pela teoria convencional e tampouco a autonomia da política monetária. Havia não uma trindade impossível, mas sim uma dualidade impossível, pois mesmo com regime de câmbio flutuante não havia uma política monetária autônoma. Na época o país passava por turbulências financeiras e, depois de México, Rússia e das economias asiáticas, o Brasil era o centro nas crises que passaram as economias emergentes na década de 90.

De acordo com o comunicado emitido pelo Banco Central, o regime de câmbio brasileiro seria de flutuação suja, em contraponto com uma flutuação pura, já que o governo estaria disposto a corrigir movimentos que julgar desestabilizadores na taxa de câmbio. O Brasil teria assim “medo de flutuar”,

termo criado pela literatura econômica recente nos artigos de Hausman e Calvo-Reinhart. Esses autores usaram uma série de indicadores estatísticos em seus trabalhos para mostrar que diferentes países apresentam diferentes níveis de flutuação em suas taxas de câmbios e que os países emergentes têm uma propensão maior a influenciarem a trajetória de suas taxas de câmbios.

A idéia deste projeto nasceu da complexidade que vai assumindo a questão da política cambial brasileira de um regime de taxas flutuantes num cenário de livre mobilidade de capitais. O Brasil, como país periférico, acaba sofrendo influências das variáveis externas que a todo o momento lhe impõe novos desafios para perseguir seus objetivos macroeconômicos. A inserção do país nesta nova fase do capitalismo aumenta suas transações econômicas internacionais e o mercado cambial assume uma posição central para a definição das políticas econômicas das autoridades monetárias. O objetivo aqui é analisar o conceito do “medo de flutuar”, bem como de atualizar os indicadores que atestam a flutuação suja para um período mais recente, tendo como foco principal a experiência brasileira. O Capítulo I procura traçar um fundo teórico para a questão, buscando uma visão crítica (heterodoxa) para a gestão da taxa de câmbio, principalmente para os países emergentes, em um ambiente de globalização financeira. Em seguida, no segundo capítulo, são calculados indicadores que atestam o medo de flutuar para o Brasil, comparando-os com um grupo de outros países, a saber, África do Sul, Argentina, Chile, Coréia do Sul, EUA, Japão, México, Tailândia, Turquia e União Européia. No terceiro capítulo é feito um estudo do período de 10 anos de experiência do regime câmbio flutuante no Brasil, durante os governos FHC e Lula, para no final chegar-se a uma breve conclusão.

## Capítulo 1

### Fundo teórico: Globalização financeira, Gestão de taxas de câmbios flutuante e o “medo de flutuar”

#### 1.1 Introdução

Ao longo de muitos anos, o sistema monetário internacional passou por muitas mudanças. Do padrão ouro, passando pelo acordo de Bretton Woods, até os dias de hoje, houve diversas maneiras dos países realizarem suas políticas econômicas e adotarem regimes cambiais, de acordo com as possibilidades e limites que cada período impunha.

De acordo com Eichengreen (1994), com a globalização financeira das últimas décadas, não haveria mais espaço para regimes cambiais intermediários, apenas taxas fixas ou flutuantes conseguiriam se manter em um ambiente de livre mobilidade de capitais. Com o fim do sistema de Bretton Woods acabou ficando a cargo dos países a decisão sobre o regime cambial mais apropriado. As principais moedas, o dólar, o iene e o marco alemão deixaram de se atrelar ao ouro e passaram a flutuar livremente. O mundo passava então a viver com o predomínio do regime de câmbio flutuante.

A opção cada vez maior por regimes flutuantes serviu como um meio para ajustar automaticamente o balanço de pagamentos e permitir a autonomia da política monetária neste contexto. Segundo o Modelo de Mundell-Flemming, existe uma trindade impossível de se obter (livre mobilidade de capitais, regime de câmbio fixo e autonomia da política monetária), e os governos de cada país se vêem obrigados a abrir mão de um desses objetivos macroeconômicos. Se a taxa de câmbio é fixa, os fluxos de capitais irão equalizar a taxa de juros doméstica com a taxa internacional e a política monetária perde seu poder de influenciar

a atividade econômica. Por outro lado, se a taxa de câmbio é flexível, é sobre ela que recaem os ajustes impostos pela mobilidade de capitais.

Além do mais, no atual contexto, seria mais comum a adoção de regimes cambiais flutuantes, pois segundo Eichengreen (2000), seria difícil para governos democráticos deixarem de realizar políticas monetárias, permitindo que a população em geral, que elegeram esses governos, sofresse as consequências dos ajustes nos balanços de pagamentos. Assim, com a abertura comercial e financeira, as autoridades monetárias relutariam menos em se contrapor aos efeitos dos fluxos de capitais sobre o câmbio.

Para os países emergentes que adotaram taxas de câmbios flutuantes, porém, a globalização financeira imprimiu outros desafios muito além do esperado. Como mostra Mohanty e Scatigna (2005), as mudanças do regime cambial não conseguiram garantir os ajustes previstos pela teoria convencional e tampouco a autonomia da política monetária. Em muitos casos os países estiveram sujeitos a grandes volatilidades nos fluxos de capitais. Para os países emergentes, há outros motivos que fazem com que variações cambiais sejam motivos de preocupações já que essas variações têm impactos na inflação (*pass-through*).

## 1.2 Globalização Financeira

O processo de Globalização financeira envolve três etapas, segundo Chesnais (1996). A primeira, que começa no final dos anos 60, marca a internacionalização dos Estados Unidos e a criação de um euromercado, que escapava às regulamentações vigentes tanto em âmbito nacional como internacional; a segunda, na primeira metade da década de 80, que contempla a desregulamentação e liberalização financeira liberadas pelos Estados Unidos e Inglaterra; e a terceira etapa, que começa em 1986, com a generalização da

arbitragem, desregulamentação e abertura da bolsa de valores de vários países centrais e incorporação dos mercados emergentes.

A globalização financeira refere-se, basicamente, aos processos de liberalização financeira, no âmbito interno, e integração dos mercados monetários e financeiros domésticos aos mercados globalizados, como fruto da crescente mobilidade de capitais. Com a consolidação desses processos, a “dinâmica do sistema financeiro internacional contemporâneo passa a ser ditada pela lógica de funcionamento dos mercados de capitais liberalizados, líquidos e profundos” (Prates 2002).

Retomou-se, então a “hegemonia das finanças” do final do século, com a diferença que na globalização recente, há um predomínio dos mercados de ações e títulos da dívida, os investimentos são mais voláteis e de curto prazo, os investimentos estrangeiros diretos são mais concentrados e tudo acontece sob a liderança dos Estados Unidos. (Chesnais, 1999).

Neste contexto, os países se viram mais livres para escolherem os seus regimes cambiais. Com o fim do sistema de Bretton Woods, não havia nenhum acordo internacional que estabelecesse uma paridade para as moedas, e as taxas de câmbios passou a depender das políticas monetárias dos países e dos fluxos de capitais. O regime escolhido pelas principais economias, como visto anteriormente, foi o regime de taxas flutuantes.

Além do fato da discussão da decisão sobre a gestão dos regimes de câmbio ser trazida à ordem do dia para os países, os mercados de câmbio foram os primeiros a entrarem na mundialização financeira contemporânea (Chesnais, 1999). Isto porque, o **crescimento** explosivo das operações entre as moedas, frutos da desregulamentação financeira e comercial, **se torna um novo mercado** para a valorização do capital. O volume de capitais circulando pelo mundo aumentava em grande velocidade, exigindo expressiva elevação das operações nos mercados nacionais de câmbio, sobretudo no mercado futuro (Miranda,

1998). Ocorre que, com o tempo, o mercado de câmbio deixa ter sua principal função de facilitar as trocas comerciais internacionais para ser cada vez mais instrumento da lógica especulativa. (Chesnais, 1994).

Na visão convencional, como mostra Biancareli (2006), a globalização é encarada como um processo quantitativo, associada ao progresso tecnológico, à redução de custos e inovações financeiras, resultados das ações dos mercados em relação aos limites impostos em Bretton Woods.

Indo mais fundo na teoria ortodoxa, os benefícios da globalização financeira seriam sintetizados em Obstfeld e Taylor (2004): diversificação de riscos internacionalmente, financiamento de desequilíbrios de balanço de pagamentos, acesso à poupança externa para financiar o desenvolvimento econômico e disciplina das políticas fiscais e monetárias.

Assim, o que se espera num mundo onde há livre mobilidade de fluxo de capitais é que investidores dos países centrais tendem a buscar melhores oportunidades de investimentos nos países em desenvolvimento, transferindo capital abundante para o financiamento das nações mais pobres. Esses últimos países teriam uma oportunidade de superação de suas deficiências naturais. A importação de poupança traria ainda um efeito indireto, que seria a queda do custo do capital (equalização das taxas internacionais), estimulando mais o investimento. Esse seria o principal argumento ao longo dos anos 90 para a abertura financeira dos países emergentes (Biancareli, 2006).

Surpreendentemente, Obstfeld e Taylor (2004), apesar de colocarem a transferência de poupança como um dos benefícios da globalização financeira, mostram que os fluxos de capitais na prática seguem outra tendência. A conta corrente dos países emergentes em relação ao PIB só é significativamente deficitária em poucos períodos, partes da década de 70 e 90, e que a partir da crise asiática percebe-se uma exportação de capital desse países. Os fluxos de capitais mostraram se concentrar entre os próprios países ricos, no que veio a ser chamado pelos autores de “*rich-rich affair*”, e o resultado líquido de exportação

de capital para os países pobres situou-se muito próximo de zero. Se comparado ainda o atual período de globalização com o do século XIX, percebe-se que a parcela da poupança dos países pobres referentes aos fluxos de capitais é menor hoje do que antes, apesar dos incentivos serem maiores atualmente. Essa mesma questão já tinha sido levantada por Lucas (1990), porque os capitais não fluem dos países ricos para os países pobres? As respostas levantadas seriam a falta de credibilidade desses países em garantir o direito de propriedade e suas deficiências institucionais.

Trazendo para a análise a relação centro-periferia, que é esquecida pela teoria ortodoxa, surge um sistema monetária internacional caracterizado por uma hierarquia de moeda, tendo como dólar como moeda-chave. A diferença estrutural entre países desenvolvidos e subdesenvolvidos faz com que os ciclos de liquidez dos segundos sejam fortemente influenciados pelos ciclos de liquidez dos primeiros. A posição de cada moeda neste cenário depende de sua aceitação internacional de acordo com suas funções de unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor. O dólar seria a única capaz de desempenhar tais funções no cenário internacional, sendo que em volta dele haveria as moedas conversíveis, que tem um papel secundário no desempenho destas funções, e as incoversíveis, incapazes de desempenhar nenhuma função em âmbito internacional (Carneiro, 2002).

Deste modo, as mercadorias transacionadas internacionalmente, os contratos firmados com estrangeiros, ou os ativos financeiros em posse de não-residentes são denominados em dólar para os países que apresentam moedas inconversíveis. Em alguns casos, essas moedas podem perder uma de suas funções mesmo no âmbito doméstico, principalmente no que diz respeito a serem reserva de valor. (Carneiro, 2003).

Por causa disso, a posição desprivilegiada dos países de moedas inconversíveis e sua gestão de regime de câmbio enfrentam desafios superiores a de outros países melhor posicionados no cenário internacional, analisados na próxima sessão.

### 1.3 As economias emergentes e o “medo de flutuar”

Como mostrado anteriormente, na nova fase que se inicia com o fim de Bretton Woods, a adoção do regime de câmbio flutuante se torna dominante. A flutuação da taxa de câmbio por um lado deu maior liberdade às autoridades monetárias para realizar políticas macroeconômicas, mas por outro elas foram deixadas sozinhas na busca da estabilidade cambial, já que o FMI deixou de exercer suas funções que desempenharam nas décadas anteriores.. (Conte, 2007).

Sobre a busca da estabilidade cambial, deve-se destacar que são os países em desenvolvimentos os que mais sofrem com essa situação, já que não podem contar com uma moeda de aceitação internacional e vêm os mercados internacionais fechados nos momentos que mais precisam. As políticas de câmbio administrado (fixo ou bandas cambiais), que prevaleceram nesses países até meados da década de 1990, tiveram o mérito de garantir a estabilidade da taxa de câmbio nominal, mas se revelaram extremamente suscetíveis a ataques especulativos, que culminaram em sucessivas crises cambiais na segunda metade daquela década, como a crise do México em 1994, da Rússia em 1998 e a do Brasil em 1999.

A literatura econômica mais recente tentou entender as especificidades das economias emergentes e os difíceis desafios impostos pela a globalização financeira, principalmente depois das crises desses países na década passada, As crises, que muitas vezes significaram a substituição de estratégias que envolviam a manutenção de câmbios fixos ou controlados, colocou na ordem do dia a situação dessas economias e o tema dos regimes cambiais.

Hausman (2000) e Calvo Reinhart (2000) foram os primeiros a lançar luz para tais questões mostrando que diferentes países flutuam de modos diferentes. Com esses artigos surgiram novas expressões para nomear conceitos que antes haviam sido negligenciados pelo mainstream, tais como *“fear of floating”*, *“sudden stops”*, *“pass trough”*, etc.

O conceito de “*fear of floating*”, ou a tradução do termo para o português adotado neste trabalho, “medo de flutuar”, nasce da incapacidade de classificar todos os países que adotam a taxa de câmbio flutuante num mesmo grupo apenas. Através de indicadores quantitativos, Hausman (2000) e Calvo Reinhart (2000) tentam reavaliar a realidade cambial de países que declaram adotar o câmbio flutuante, mas que podem apresentar outro tipo de comportamento em relação à administração da taxa de câmbio. Para Hausmann et al. (2000), os países que adotam o regime de câmbio flutuante apresentam comportamentos diferentes na política cambial que variam de acordo com o nível que eles toleram para as reservas internacionais e para a taxa de juros. O medo de flutuar está associado aos países emergentes, e constata-se que esses países apresentam diferentes níveis de reservas, diferentes propensões de intervirem no mercado externo e diferentes graus de flexibilidade da taxa de câmbio em responder aos choques de fora. No entanto, cabe assinalar aqui, a visão desses autores é diferente do que foi exposto anteriormente sobre a hierarquia de moedas. A dificuldade dos países emergentes em emitir dívida na sua própria moeda será analisado mais adiante.

Por que os países teriam esses comportamentos diferenciados na política cambial que impediriam eles de serem agrupados como tendo o mesmo tipo de regime de taxa de câmbio? Para os países emergentes, há outros motivos que fazem com que variações cambiais sejam motivos de preocupações. Estes países têm um *pass-through* elevado das mudanças da taxa de câmbio para a inflação, especialmente a América Latina e o Brasil. Outras razões seriam a “dolarização do passivo” (*liability dollarization*), alta parcela do passivo denominada em moeda estrangeira, mensurada na incapacidade dos países emitirem dívida externa na própria moeda, que expõem os bancos e setores corporativos a perdas significativas no balanço patrimonial e levantam dúvidas sobre a sustentabilidade fiscal de país com dívidas em dólar ou indexadas em dólar. Muitos países no entanto passaram a acumular grandes volumes de reservas internacionais para resolver o problema da dívida externa.

Pode-se citar também a baixa capacidade do setor de *tradables* de se ajustar a mudanças repentinas do câmbio, o que desencorajaria o comércio internacional; uma maior volatilidade dos fluxos de capitais e vulnerabilidade a movimentos de manadas; e menor dimensão dos mercados de câmbio e financeiro. (Mohanty e Scatigna, 2005). Se por um lado os efeitos de uma depreciação de câmbio é mais evidente para o medo de flutuar, a apreciação também gera preocupações das autoridades monetárias, pois impacta negativamente sobre as exportações e provoca desindustrialização.

Calvo e Reinhart (2000) evidenciam que países emergentes estão sujeitos a paradas súbitas nos fluxos financeiros internacionais (“*sudden stops*”). A recorrência dos déficits nas contas correntes seriam um riscos para esses países, principalmente se eles estão sendo financiados por capitais de curto prazo. Kaminsky, Reinhart & Vegh (2004), vão além e mostram que os fluxos de capitais têm características de pró-ciclicidade, sendo abundantes nos períodos mais favoráveis e secando quando mais se precisam deles.

Deste modo, uma desvalorização cambial, que na teoria convencional significaria um incentivo às exportações e conseqüentemente à expansão econômica, teria na prática um caráter inflacionário, contracionista, dado pela dolarização do passivo, interrompendo o acesso aos mercados internacionais e ameaçando a credibilidade da política econômica. (Calvo Reinhart, 2000). Os países nestes casos preferiam adotar políticas monetárias restritivas e usar seus estoques de reservas internacionais, do que passar pelo ajuste automático do balanço de pagamentos, como prevê o Modelo de Mundell-Flemming.

Associado à adoção deste regime cambial nos países emergentes há também uma demanda por reservas internacionais. Devido principalmente à crise dos países asiáticos de 1997-8, que mostrou que mesmo os “tigres asiáticos” não estavam imunes a “*sudden stops*” dos fluxos de capitais, os países passaram cada vez mais a acumular ativos em dólar, ou outras moedas fortes, para se precaverem de possíveis distúrbios financeiros em um ambiente de livre circulação de capitais, já que mudanças nas taxas de câmbio, dependendo do

estoque de dívida em moeda estrangeira, afetariam diretamente nas condições de solvência externa. Assim as reservas seriam uma poupança precaucional de países com limitado acesso a mercados globais de capitais e não somente uma parte de ajustamentos de regimes cambiais administrados (Aizenman *et al.*, 2004). Aliás, resultados empíricos evidenciariam que, nos casos dos países asiáticos, a demanda precaucional seria o determinante principal da acumulação de reservas internacionais, muito mais importante do que intervir para evitar uma valorização da moeda doméstica que prejudicasse as exportações. Rodrik (2006) mostra que o aumento do acúmulo de reservas chegou a 30% do PIB dos países emergentes ou o equivalente a oito meses de importações (no caso brasileiro, em 2007 esse valor foi de 15%). Para este autor, a liquidez pode ser alcançada de outro modo além do acúmulo de reservas, através da redução de passivos de curto-prazo. No entanto, ele mostra que os países têm relutado ou mostrado incapazes de regular os fluxos de capitais, mesmo sendo obrigados a manter enormes volumes de reservas, e que essas reservas seriam assim o preço pago em não mudar o quadro vigente.

Todas estas questões levantadas indicavam que o mainstream começava a analisar as especificidades de países emergentes nos processos de integração à globalização financeira. A partir de então surgem diversas visões para tratarem do porque destas características especiais, da instabilidade dos fluxos internacionais e o porque esses países teriam dívidas externas grandes: a “intolerância ao endividamento” (*debt intolerance*), o “descasamento de moedas” (*currency mismatch*) e o “pecado original” (*original sin*). Reinhart e Rogoff (2003) mostram que alguns países, ao longo da história, teriam uma menor capacidade de se endividarem no exterior e entravam em crises cambiais num ritmo muito maior. Esses países apresentavam limites de dívida externa sobre o PIB, ou exportações sobre o PIB, que passassem a despertar a desconfiança dos credores e pudessem levar a uma moratória, bem menores do que os países centrais. No entanto, eles ignoram freqüentemente esses limites e se vêm

sempre as voltas com crises financeiras e incapacidade de honrar seus compromissos no exterior.

Esses países seriam “caloteiros crônicos”, ou “*serial defaulters*”, e junto com eles estariam associados um histórico de problemas macroeconômicos, como períodos de alta inflação decorrente de políticas monetárias e fiscais frágeis. A “História importa” seria o que explicaria a questão do “*debt intolerance*”. O baixo nível de acesso aos mercados financeiros internacionais somados a um passado que condena criam um ciclo vicioso, onde a necessidade crescente de capitais para resolverem seus problemas internos aumenta ainda mais a desconfiança dos investidores internacionais, rebaixando o nível de endividamento sobre o PIB para que os países incorram novamente em crises.

A receita para resolver a questão da “intolerância ao endividamento” não apresenta grandes novidades. Sugere-se o uso de políticas macroeconômicas corretas, sob a supervisão do FMI e mecanismos para evitar o endividamento externo. Como chama atenção Biancareli (2006), restrições ao acesso aos financiamentos externos, em detrimento das vantagens que os fluxos de capitais podem trazer aos países mais pobres, não é algo trivial para a literatura do *mainstream*.

Nos últimos anos, muitos países têm conseguido resolver o problema da dívida externa, inclusive o Brasil, diminuindo consideravelmente a parcela desta dívida em relação ao PIB e em relação aos ativos em moeda estrangeira. Para os autores da tese da “intolerância ao endividamento”, atualmente, a intolerância ao endividamento interno tem substituído a preocupação em relação à dívida externa.

A explicação do “*currency mismatch*” aponta não somente o montante da dívida externa de um país, mas a moeda em que eles estão denominados e sua relação com a estrutura do ativo. Assim, o descasamento entre o passivo e ativo faz com que variações cambiais signifiquem a destruição de boa parte do valor líquido das empresas e riqueza das famílias, conforme já comentado

anteriormente. Neste ambiente, a política monetária fica excessivamente carregada, pois ao mesmo tempo em que tem que combater uma desvalorização cambial, não pode penalizar muito os agentes que já passam por situações de dificuldades. (Goldstein e Turner, 2004).

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 as exportações e a relação entre M2 e reservas internacionais (Goldstein e Turner, 2004).

Nas causas do problema há semelhanças com o *debt intolerance*: “Vemos as origens do *currency mismatch* principalmente nas fragilidades passadas e presentes das políticas econômicas e das intuições dos próprios mercados emergentes, em vez de imperfeições nos mercados internacionais de capitais.” (Goldstein e Turner, 2004). Os autores destacam os problemas nas políticas macroeconômicas dos países emergentes, principalmente monetária, baixo desenvolvimento de mercado doméstico de *bonds*, informações públicas inadequadas sobre a composição do descasamento, falta de incentivos e instrumentos para *hedge* cambial, fala de regulação no sistema financeiro doméstico, políticas de endividamento ruins adotadas.

As políticas de defesa dos problemas são mais amplas: controle e monitoramento do endividamento externo, concessão de empréstimos até um certo limite por país, monitoramento do “*currency mismatch*” pelo FMI, regime de câmbio flutuante e políticas para conter a valorização do câmbio, regime de metas de inflação, para permitir a criação de um mercado de *bonds* domésticos, o acúmulo de reservas internacionais para fazer frente às obrigações em dívidas, e redução da indexação da dívida interna atrelada ao câmbio.

A duas últimas explicações focam as causas dos problemas em fatores estruturais internos e deficiência de políticas econômicas dos países emergentes. A tese do “*original sin*” de Eichengreen e Hausman (2005), por outro lado, evidenciam que esses países herdaram um defeito inato, carregando um pecado

original que não diz respeito aos usuais falta de credibilidade e ou desenvolvimento de instituições, algo que seria da estrutura do sistema financeiro internacional.

Einchengreen e Hausmann (2005) identificam o problema como sendo uma incapacidade de alguns países emitirem títulos de dívida externa em suas próprias moedas. Países com déficits na conta corrente e que possuem o pecado original irão sofrer “*currency mismatch*”. As taxas de câmbio e o produto desses países são muito voláteis, bem como o fluxo de capitais, e em épocas ruins eles encontraram dificuldades em usar política monetária e irá surgir incertezas em relação ao cumprimento dos serviços de dívidas. Além do problema de “*currency mismatch*”, outra consequência importante para esses países seria o acúmulo de reservas internacionais para fazer frente a possíveis desequilíbrios financeiros. Entretanto, nos dois casos, há um custo envolvido, já que manter reservas envolve um custo de carregamento, que é tão mais alto quanto maior for o diferencial de juros interno e externo.

.Através de testes econométricos, os autores inocentam todos aqueles problemas levantados anteriormente para explicar as dificuldades enfrentadas pelos países emergentes, e ficam apenas com um tópico: o tamanho dos países e a História são o que importa:

*“Países grandes têm uma vantagem em se livrar do pecado original porque o tamanho de suas economias e de suas emissões monetárias torna sua moeda atraente como componente do portfólio global. Em contraste, as moedas de países pequenos acrescentam poucos retornos de diversificação em relação aos custos adicionais que implicam”* (pág. 250)

Assim, para a superação do problema, não bastaria apenas políticas internas em cada país, mas sim um esforço multilateral para a criação de um mercado de internacional de dívida nas moedas emergentes, por parte do FMI e dos países desenvolvidos. No entanto, como destaca Biancarelli (2006), se por um lado esses autores apresentam uma alternativa ao modelo tradicional, no qual os

países deveriam apresentar um bom comportamento para adquirirem credibilidade internacional, por outro lado eles se distanciaram também de aceitar estratégias de auto defesa dos efeitos da globalização financeira, exalando seus benefícios para todos os países.

Enfim, pode-se fazer uma interligação entre estes três fenômenos, a intolerância ao endividamento, o descasamento de moedas e o pecado original, e mostrando que todos se têm uma relação direta ou indireta com a questão da inconversibilidade monetária da sessão anterior.

*“Ao nosso juízo, o pecado original diz respeito a inconversibilidade da moeda, pois ao deter um título de dívida em determinada moeda, o agente atribui a 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, e 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, a insuficiência da função reserva de valor destas moedas, e, por conseguinte, a inconversibilidade monetária”.* (Loureiro, 2008, pág. 4)

Diante do quadro traçado, a administração da taxa de câmbio para países emergentes envolve uma série de desafios, que implica em decisões sobre a condução das políticas monetária e fiscal e acúmulo de reservas para se tentar evitar os efeitos das mudanças na taxa de câmbio e nos fluxos de capitais. A solução encontrada para países que optaram pelo regime flutuante foi tentar influenciar a trajetória das taxas de câmbio. Como assinalado anteriormente, os países têm medo de flutuar. Por outro lado, como destaca Prates (2007), a adoção

de um regime de câmbio de flutuação suja garante aos países maiores liberdades na condução de políticas cambiais, podendo estabelecer objetivos e metas a perseguir. Contudo, essa liberdade está limitada pela correlação de forças entre autoridades monetárias e agentes privados, sendo negativamente correlacionado com o grau de abertura financeira da economia.-

Os próximos capítulos passam a ter como referência o caso brasileiro. No capítulo 2, são atualizados os indicadores criados pela literatura do “*fear of floating*”, buscando identificar semelhanças do regime cambial brasileiro com o de outros países. No Capítulo 3 o foco é a experiência da condução da gestão cambial pelas autoridades brasileiras.

## Capítulo 2

### Indicadores do medo de flutuar

#### 1.1 Introdução

O Fundo Monetário Internacional (FMI) publica, periodicamente, uma tabela em que classifica os países de acordo com seus regimes cambiais, podendo ser de flutuação independente, flutuação administrada sem anúncio de metas, ou taxas de câmbios com bandas. O conceito de “*fear of floating*”, ou “medo de flutuar”, nasce da rejeição a esta classificação, nos artigos de Calvo-Reinhart (2000) e de Hausmann et al (2000).

Este capítulo tem como objetivo analisar os indicadores quantitativos elaborados pela literatura do “*fear of floating*” aplicados ao Brasil. Primeiramente serão apresentados os indicadores de Calvo-Reinhart (2000), e depois os indicadores de Hausmann et al (2000). Ambos os autores colocaram o Brasil nas suas bases de dados, porém na época o país contava com menos de dois anos de regime flutuante, ao passo que neste trabalho o período analisado é de janeiro de 1999 até janeiro de 2009.

#### 2.2 Indicadores Calvo-Reinhart

Os indicadores usados por Calvo-Reinhart procuram evidenciar diferenças nas flutuações das taxas de câmbio de uma amostra de países que adotam um regime de câmbio flutuante. Através da evolução de algumas das principais variáveis econômicas, é feita uma comparação entre esses países, procurando diferenciar aqueles que possuem uma flutuação mais livre daqueles que tentam influenciar a trajetória da taxa de câmbio.

A principal observação por trás dos indicadores de Calvo-Reinhart a respeito dos países com medo de flutuar é que a taxa de câmbio apresenta uma volatilidade maior em relação aos outros países. Para fazer com que suas taxas de câmbio não se afastem além do ponto considerado seguro, deve-se fazer intervenções no câmbio através da taxa de juros e das reservas internacionais. Assim, além de uma taxa de câmbio mais volátil, os países com medo de flutuar apresentam volatilidades da taxa de juros e das reservas internacionais relativamente altas. No outro lado, um regime de câmbio genuinamente flutuante tem volatilidade do câmbio relativamente alta e volatilidades dos juros e das reservas internacionais relativamente baixas.

Os indicadores de Calvo-Reinhart procuram então avaliar o medo de flutuar medindo a frequência com que variações no câmbio, nos juros e nas reservas internacionais ficam dentro de intervalos pré-determinados ao longo do período analisado. Esses resultados são depois comparados entre países de modo a captar semelhanças entre os regimes.

Nas tabelas a seguir são apresentados os mesmo indicadores que Calvo-Reinhart havia calculado. Porém, esses indicadores eram para valores observados antes de 2000. Neste trabalho o período considerado é de janeiro de 1999, início do regime de câmbio flutuante no Brasil, até janeiro de 2009, para Brasil, Estados Unidos, Japão, Austrália e outras economias emergentes que adotam o regime de câmbio flutuante. Como os Estados Unidos apresentam um regime de câmbio flutuante autêntico, seus resultados servirão de parâmetro para definir os demais casos. A taxa de câmbio adotada para o dólar americano foi em relação ao euro, e para as demais moedas foram considerados seus respectivos valores na moeda americana. As variações calculadas no trabalho foram variações mensais entre taxas de fim de período, assim como foi feito por Calvo-Reinhart (2000). Apurou-se então a frequência em que as variações mensais, para baixo ou para cima, ficavam dentro de certas bandas, uma que representassem uma variabilidade menor e outra que representasse uma variabilidade maior.

A tabela 1 mostra primeiramente a frequência das variações mensais das taxas de câmbios. Somente através desses números o Brasil seria um dos países com regime mais genuinamente flutuante. A taxa de câmbio brasileira teve uma variação até maior que o dólar e o iene, com uma frequência de variações acima de 2,5% representando mais da metade das variações. Na banda de mais ou menos 1%, o Brasil é que apresenta o menor número percentual, indicando que as variações não foram muitos estáveis no período. Outros países emergentes também apresentaram uma variação alta da taxa de câmbio, como Turquia, África do Sul e Chile, mas os outros apresentaram uma flutuação mais contida em relação aos países ricos.

No entanto, como destaca Calvo-Reinhart (2000), a variação do câmbio não deve ser usada isoladamente para avaliar o regime cambial de um país. Uma variação mais elevada pode ser resultado de choques externos e não de um “medo de flutuar”. Esse primeiro indicador deve ser analisado em conjunto com a variação das taxas de juros e das reservas, para avaliar o empenho das autoridades monetárias em influenciar o câmbio contra os choques externos. Uma volatilidade do câmbio alta, por exemplo, pode muito bem significar em um fracasso de estabilizar o valor da moeda doméstica.

**Tabela 1 - Indicadores de Calvo-Reinhart - Taxa de câmbio média jan 1999/ jan 2009**

País	Frequência na qual a variação da taxa de câmbio	
	ficou dentro da banda +/-1%	excedeu a banda de +/-2,5%
Brasil	17%	53%
Estados Unidos	33%	36%
Japão	28%	34%
Austrália	18%	40%
Coreia do Sul	34%	23%
Argentina	66%	16%
Chile	28%	41%
México	31%	34%
África do Sul	23%	58%
Rússia	64%	9%
Tailândia	49%	16%
Turquia	23%	56%

Fonte: FMI e BCB elaboração própria

Na tabela 2 aparece a frequência das volatilidades das taxas de juros dos países. A idéia aqui é que a política monetária pode ser usada para afetar a taxa de câmbio através do diferencial das taxas de juros interna e externa. Porém, diferentemente dos resultados dos indicadores anteriores, uma volatilidade maior aqui não significaria um câmbio mais flutuante, mas sim uma propensão maior em influenciar o valor da moeda nacional.

Novamente se percebe uma volatilidade da taxa brasileira muito maior do que americana e a japonesa. No caso do Japão, apenas 10% das variações mensais da taxa de juro são maiores que 0,5%, enquanto que no Brasil esta parcela chega a ser um quarto das variações. Neste caso então o Brasil estaria mais próximo de uma flutuação suja. Em relação aos outros países emergentes, todos apresenta volatilidades altas das taxas de juros, com exceção da Coreia do Sul, sendo que o destaque fica sendo para Argentina e Rússia. Nestes indicadores percebe-se muito mais nitidamente as diferenças ente países ricos e em desenvolvimento.

Em relação à taxa de juros, Pires de Souza e Hoff (2006) fazem duas ressalvas importantes que diminuem o impacto da taxa na nossa análise. Os países com inflação média mais elevada tendem a operar com taxas de juros mais elevadas. Assim, o indicador superdimensiona a volatilidade dos juros em países com inflação média mais elevada, que é o caso dos países emergentes. Por outro lado, não se deve atribuir toda variação dos juros a tentativas de influenciar o câmbio. No caso brasileiro, em um regime de metas de inflação, os juros sempre são acionados quando há choques na economia que fazem os índices de inflação desviarem da meta.

**Tabela 2 - Indicadores de Calvo-Reinhart - Taxa de juros jan 1999/ jan 2009**

País	Frequência na qual a variação da taxa de juros	
	ficou dentro da banda +/- 0,25%	excedeu a banda de +/- 0,5%
Brasil	17%	76%
Estados Unidos	39%	57%
Japão	89%	10%
Australia	72%	23%
Coréia do Sul	52%	32%
Argentina	4%	90%
Chile	31%	63%
México	21%	75%
Africa do Sul	26%	63%
Rússia	8%	92%
Tailândia	17%	65%
Turquia	32%	67%

Fonte: FMI e BCB elaboração própria

Por último será analisado a volatilidade dos níveis de reservas internacionais, outro mecanismo acionado para conter a flutuação do câmbio. Assim como os juros, uma maior volatilidade das reservas significaria uma flutuação mais suja. Novamente a variação para o Brasil é superior a observada para os países mais desenvolvidos, com exceção da Austrália. Desta vez, no entanto, não há uma polarização bem definida entre países ricos e emergentes. Estados Unidos e Japão apresentam volatilidades menores, mas países como Coréia do Sul, Chile e Tailândia também apresentam números muito próximos desses países.

Neste caso também é importante fazer ressalvas, pois as reservas internacionais são indicadores falhos para esse tipo de análise. Primeiro porque esse indicador é muito sensível ao nível absoluto das reservas e segundo porque há um problema de incompatibilidade entre as três principais moedas (dólar, euro e iene). Como ressaltam Pires de Souza e Hoff (2006), enquanto as intervenções feitas pela maior parte das economias são unilaterais, frequentemente as intervenções para conter a depreciação ou apreciação do dólar são feitas através de operações coordenadas entre mais de um Banco Central, de forma que a intervenção realizada por um deles para estabilizar sua moeda parece ser menor do que efetivamente foi.

Tabela 3 - Indicadores de Calvo-Reinhart - reservas internacionais jan 1999/ jan 2009

País	Frequência na qual a variação das reservas internacionais	
	ficou dentro da banda +/-1%	excedeu a banda de +/-2,5%
Brasil	23%	55%
Estados Unidos	36%	26%
Japão	63%	15%
Australia	18%	67%
Coréia do Sul	46%	25%
Argentina	16%	65%
Chile	37%	35%
México	33%	27%
África do Sul	46%	28%
Rússia	12%	73%
Tailândia	35%	27%
Turquia	24%	56%

Fonte: FMI e BCB elaboração própria

Em suma, o que se poderia concluir levando em consideração somente esses indicadores, é que o Brasil teria “medo de flutuar”, devido às volatilidades altas da taxa de juros e das reservas internacionais, mas que não obteve êxito em estabilizar a taxa de câmbio, como mostra a volatilidade alta do câmbio. No entanto, deve-se levar em consideração as críticas feitas a esses indicadores. Ademais, não há como saber se a variação do câmbio vem das intensidades dos choques externos enfrentados, ou da maior disposição em deixar o câmbio flutuar mais livremente. Diferentes países se defrontam com diferentes choques externos, através desses indicadores é difícil imaginar se países que não sofreram choques da intensidade que teve o Brasil, agiriam com o mesmo compromisso com a flutuação limpa. Os indicadores de volatilidade relativa apresentados a seguir tentam contornar o problema.

### 2.3 Indicadores de Hausmann - Volatilidade Relativa

Os indicadores elaborados por Hausmann procuram contornar aquelas limitações apontadas nos indicadores de Calvo-Reinhart. Os indicadores captam a volatilidade relativa entre taxa de câmbio e taxa de juros, e entre taxa de

câmbio e reservas internacionais. Eles têm por mérito avaliar os diferentes níveis das variáveis e relativizar a reação das autoridades monetárias de acordo com o choque enfrentado. Ou seja, se um país faz uma intervenção mais agressiva devido a um choque externo maior do que passam outros países, esse efeito será percebido.

Para calcular os indicadores, foram utilizados o desvio padrão como medida para a volatilidade da taxa de juros e o desvio padrão da taxa de depreciação cambial para a volatilidade taxa de câmbio. Para as reservas internacionais foi utilizado coeficiente de variação, que é uma variabilidade adimensional, não importando assim se as reservas são medidas em bilhões de dólares..

Assim como nos indicadores anteriores, o período analisado vai de janeiro de 1999 até janeiro de 2009 para números do Brasil, e outros países emergentes além de economias desenvolvidas: Estados Unidos, Japão e Austrália..

Na Tabela 4 estão apresentados os resultados da volatilidade relativa entre taxa de câmbio e reservas. Quanto maior for a propensão do Banco Central em intervir no mercado de câmbio através da compra e venda de reservas, menor será o valor da razão entre as volatilidades. Isso porque as autoridades vão manter o câmbio estável, logo a volatilidade da taxa de câmbio vai permanecer baixa, ao passo que a volatilidade das reservas internacionais, por estarem constantemente sendo acionadas, fica num patamar elevado, fazendo com que o indicador tenda a zero.

Pelos números pode-se observar que o Brasil, com um índice de 0,8, está num nível abaixo ao dos Estados Unidos e, por isso, aproxima-se de uma flutuação suja. Chama a atenção no gráfico o baixo valor do índice para o Japão, sugerindo que este país use as reservas para estabilizar o câmbio. Todos os outros países emergentes também possuem valores menores que os Estados Unidos, com exceção do Chile, que seria o país que menos usa reservas para controlar o câmbio.

**Tabela 4 - Indicadores de volatilidade câmbio/ volatilidade reservas - jan1999/ jan2008**

Brasil	0,08
Estados Unidos	0,33
Japão	0,09
Austrália	0,21
Coréia do Sul	0,10
Argentina	0,17
Chile	0,34
México	0,09
África do Sul	0,08
Rússia	0,08
Tailândia	0,07
Turquia	0,13

Fonte: FMI e BCB elaboração própria

Assim como as reservas internacionais podem ser usadas para estabilizar o câmbio, o Banco Central pode fazer uso da política monetária para atrair recursos externos e influenciar o valor da moeda doméstica. Logo, uma volatilidade menor do câmbio relativamente a volatilidade da taxa de juros, também indica um regime de câmbio com flutuação suja.

Os números da Tabela 5 mostra que novamente o Brasil está abaixo do índice observado para os países ricos, revelando novamente uma flutuação genuína. Nestes indicadores o Japão apresenta uma volatilidade do câmbio bem superior a volatilidade dos juros, contrastando com a tabela anterior. No caso dos outros países emergentes, Argentina, México e Turquia apresentam números bem inferiores ao resto, enquanto que os outros têm números bem semelhantes ao dos Estados Unidos.

**Tabela 5 - Indicadores de volatilidade câmbio/ volatilidade juros - jan1999/ jan2009**

<b>Brasil</b>	13,54
Estados Unidos	22,35
Japão	235,76
Austrália	147,02
Coreia do Sul	76,17
Argentina	6,15
Chile	17,37
México	6,34
África do Sul	29,98
Rússia	21,58
Tailândia	33,72
Turquia	1,87

Fonte: FMI e BCB elaboração própria

Em suma, os indicadores de Hausmann indicam para o Brasil um regime de câmbio que se aproxima de uma flutuação suja. Dado que esses indicadores são superiores aos de Calvo-Reinhart, a conclusão destacada acima tende a ser mais forte para a análise quantitativa com um todo.

Nos artigos Pires de Souza(2005) Pires de Souza e Hoff (2006), foram calculados indicadores muito semelhantes para períodos anteriores, também inspirados na literatura do “*fear of floating*”, e a constatação foi a de que o regime cambial brasileiro era mais alinhado com o de uma flutuação mais livre.

No entanto, análise de todo período da vigência do regime de câmbio flutuante brasileiro, de janeiro de 1999 até janeiro de 2008, não leva em consideração os diferentes ciclos de liquidez e seus efeitos nos indicadores macroeconômicos e nas respostas dos *policy makers*. Como será observado no próximo capítulo do presente trabalho, pode-se distinguir no período recente três fases no comportamento dos fluxos de capitais para os mercados emergente: de janeiro de 1999 a dezembro de 2002, correspondendo a uma fase de baixa e de pessimismo do ciclo de liquidez dos anos 90; de janeiro de 2003 a junho de 2008, onde há uma fase de otimismo do recente ciclo de liquidez; e de julho de 2007 a dezembro de 2008, onde acontece a eclosão da crise do *subprime* nos Estados

Unidos. Os diferentes momentos comportam diferentes graus de liberdades das políticas monetárias e cambiais.

Na Tabela 6 procurou-se então analisar de forma diferenciada esses dois momentos do contexto internacional, calculando os indicadores de Hausmann para cada um dos períodos. Os números para as fases de pessimismo (jan99-dez2002 e jul07-jan09) são maiores que os da fase de otimismo (jan03-jun07) tanto para a volatilidade câmbio e juros, quanto para a volatilidade câmbio e reservas internacionais. Isso não parece fazer sentido, já que uma fase de diminuição de fluxos de capitais para o Brasil levaria as autoridades a temer os impactos que uma desvalorização cambial poderia causar sobre a inflação interna, além da vulnerabilidade externa da economia, quando havia um reduzido nível de reservas e uma dívida externa pública e privada elevada (Prates, 2007).

**Tabela 6 - Indicadores por períodos**

Período	Volatilidade relativa	
	Câmbio/ juros	Câmbio/ Reservas
Jan99-jan09	13,54	0,08
Jan99-dez02	15,42	0,68
Jan03-jun07	11,13	0,10
Jul07-jan09	72,50	0,73

Fonte: FMI e BCB

Uma análise mais profunda do período de janeiro de 2003 a janeiro de 2008 sugere que os resultados não refletem um “medo de flutuar” mais alto neste período, mas sim os efeitos positivos do contexto favorável sobre a taxa de câmbio e sobre os juros e as reservas internacionais. Como destaca Ocampo (2000), países adotam técnicas de gestão de fluxos de capitais que aumentam a eficiência da intervenção na política cambial, em momentos de excesso e escassez de divisas. Ademais, o movimento de compra de divisas internacionais pelo Banco central a partir do final de 2004, no mercado de câmbio a vista, parece contribuir muito para a redução da volatilidade da taxa de câmbio (Prates 2007).

Não é a intenção deste trabalho procurar caracterizar o regime de câmbio flutuante brasileiro como de flutuação genuína ou suja, através dos indicadores apresentados. O Brasil por ser um país periférico num contexto de abertura financeira se depara com uma série de desafios e problemas que mudam constantemente a gestão de sua política cambial.

Como estes são indicadores quantitativos, há muitas abstrações e muitas características de cada país são deixadas de lado. Seria muito interessante considerar determinantes externos e internos da política monetária. Assim, uma análise dos ciclos de liquidez e dos episódios enfrentados pelas autoridades monetárias nesses 10 anos de regime de câmbio flutuante será o tema do próximo capítulo.

## Capítulo 3

### A Experiência brasileira recente (1999 – 2008)

#### 3.1 Introdução

No período de 10 anos de regime de câmbio flutuante no Brasil, de 1999 até 2008, a taxa de câmbio brasileira se mostrou bastante volátil, como pôde ser observado no indicador de variação da taxa de câmbio de Calvo-Reinhart,, atingindo um pico de desvalorização em outubro de 2002, em um contexto de desconfiança diante da possibilidade de o candidato de esquerda à presidência, Luis Inácio Lula da Silva, vir a vencer as eleições naquele ano, passando depois por um processo de valorização que vai até a eclosão da crise do *subprime*, no segundo trimestre de 2008, quando o câmbio volta a valores próximos da época em que foi instituído o câmbio flutuante. A partir do final daquele ano a tendência se inverte e a taxa de câmbio volta a se apreciar .

Em termos analíticos, a evolução da taxa de câmbio durante o período de 1999 até meados de 2008 se divide em três períodos, um marcado por um ciclo de escassez nos fluxos de capitais para os países emergentes de 1999 até 2002, outro de abundância, de 2003 até junho de 2007, e o mais recente que começa com a crise financeira internacional no segundo trimestre de 2007 até o fim de 2008. No primeiro, a escassez da liquidez internacional faz com que a taxa de juros seja determinada de acordo com os movimentos da taxa de câmbio, como forma de atacar os efeitos da desvalorização do câmbio sobre a inflação e sobre o patrimônio dos agentes com dívida em dólar. No segundo ciclo, é a taxa de câmbio que acaba sofrendo influência da taxa de juros, pois o alto nível desta no caso brasileiro atrai abundantes somas de capitais, valorizando o câmbio. Num ambiente de mobilidade de capital elevada, é difícil para o Banco Central controlar as taxas de juros e de câmbio simultaneamente (Prates, 2005).

A realidade, então, mostrou ser contrária aos papéis reservados às taxas de câmbio e de juros pelas autoridades monetárias. Seis meses depois do

Comunicado n. 6.565 do Banco Central, implementou-se o sistema de metas inflacionárias, complementando assim um novo modelo de política macroeconômica. Neste novo arranjo, a taxa de juros seria o principal instrumento para atingir a meta inflacionária, enquanto que a taxa de câmbio flutuante promoveria o ajuste no balanço de pagamentos.

No período de 1999 a 2002, destacado como de escassez, ocorre a desvalorização do real. Como mostram Farhi e Prates (2004), neste intervalo ciclos de liquidez de curta duração alternaram-se com períodos de virtual fechamento do acesso dos emissores dos países emergentes ao mercado financeiro internacional, afetando o mercado internacional de capitais (que abrange os mercados de *securities* – títulos de dívida e ações) e, especialmente, aquele de títulos de dívida – que constituiu, no período analisado, a principal modalidade de captação de recursos pelos países emergentes. Essa mudança nos ânimos dos investidores ocorreu principalmente depois da série de crises que países emergentes passaram na década de 90. Depois do *default* da Argentina em 2001, a situação fica ainda pior para os países latino-americanos sem grau de investimento, o que incluía o Brasil. Desse modo, as autoridades monetárias, receosas dos efeitos que a desvalorização do câmbio poderia causar para a inflação e tendo que encontrar um modo de atrair recursos de fora, elevaram a taxa de juros da economia para níveis muito altos.

No período que se inicia em 2003 vive-se a fase de cheia do segundo grande ciclo de crescimento desde a consolidação da “globalização” e há a inversão de perda de valor do real. O determinante maior do processo é externo e se refere às condições propícias à abundância de liquidez global: as condições monetárias extremamente frouxas na Europa e Japão, acompanhadas pelas taxas de juros americanas que, antes de iniciar a trajetória de ascensão no segundo trimestre de 2004, permaneceram longo tempo em níveis historicamente baixos (Biancareli, 2006b). Mas de acordo com Prates (2006), a implementação de uma política monetária restritiva teve um papel decisivo deste novo ciclo de liquidez na apreciação cambial desde meados de 2004. O amplo diferencial de taxa de

juros entre o Brasil e o exterior num contexto de queda do risco país induziu os investidores a apostarem na valorização do real mediante a aplicação nos mercados de ativos brasileiros nos segmentos à vista e futuro. Ademais, os saldos comerciais tornaram-se positivos e crescentes após 2001, viabilizando a obtenção de superávits nas transações correntes a partir de 2003 (fato inédito desde 1992), o que reforçaria a valorização do real. No entanto em 2008 esta tendência vem se invertendo e as transações correntes voltaram a ficar negativas e o saldo comercial caiu consideravelmente.

De modo geral, fases de elevada liquidez seguidas por períodos de absoluta escassez têm caracterizado o aumento dos fluxos de capitais direcionados para as economias emergentes desde o final da década de 1980 com a liberalização das contas de capitais dos balanços de pagamentos, que constitui um elemento básico da chamada “globalização financeira”. Essas fases estão longe de serem lineares e a instabilidade dos fluxos de capitais que condiciona esses ciclos teve profundas repercussões macroeconômicas nos países emergentes (Farhi e Prates, 2004).

As próximas sessões buscam analisar a evolução da política cambial brasileira nesses 10 anos de regime de câmbio flutuante com mais detalhes. A análise esta dividida em duas partes, uma referente ao segundo governo de Fernando Henrique Cardoso, que engloba a implementação deste novo regime cambial e sua etapa na fase de escassez de liquidez internacional, e a outra referente ao primeiro e segundo governo Lula até 2008, marcado pela fase de abundância de liquidez e o desenrolar da crise financeira internacional.

Gráfico 1



Fonte: BC

### 3.1 Segundo Governo FHC ( 1999 - 2002)

A economia brasileira encerra 1998 cercada de diversas especulações. Com a crise russa naquele ano, depois de sucessivas crises nas economias asiáticas, assiste-se uma fuga de capitais do país temendo o efeito contágio. A deterioração das contas externas e das contas públicas levantou certa insegurança em relação aos fundamentos macroeconômicos do país. Isso tudo leva ao rebaixamento do rating do Brasil pelas agências de classificação de risco, que procuravam se antecipar a uma possível crise, após terem se enganado na classificação dos países asiáticos em 1997. No plano interno, as instituições financeiras tentam se proteger de perdas patrimoniais decorrentes da parcela do passivo em divisas, diminuindo os níveis de alavancagem. Em decorrência disso, a média diária dos contratos negociados na BM&F minguou, com a maioria dos agentes na posição compradora e a ponta vendedora concentrada nas mãos do BC.(Fahri, 2001).

Depois de uma tentativa sem sucesso de controlar os ânimos do mercado substituindo a presidência do Banco Central (saiu Gustavo Franco e entrou Francisco Lopes) e adotando a chamada “banda diagonal endógena”, que foi

encarada com desapontamento, pois se esperava uma mudança mais estrutural na condução da política cambial, foi anunciado, na sexta-feira 15 de janeiro de 1999, a retirada do Banco Central do mercado cambial e que este definiria um novo sistema na próxima segunda-feira. No dia 18 então, o Banco Central lança o comunicado n. 6.565, onde anunciava que, a partir daquela data, seria o mercado que determinaria a taxa de câmbio no Brasil, com a ressalva de que o Banco Central poderia intervir para corrigir movimentos bruscos.

Apesar do novo regime de câmbio flutuante ter sido recebido positivamente pelo mercado, tendo este um papel importante de pressão sobre o governo para vencer a resistência do Ministro da Economia, Pedro Malan, forte defensor do regime de bandas cambiais, não foi possível evitar que a moeda brasileira se desvalorizasse de 1,58 para 1,98 R\$/US\$ em 11 dias, caso típico de “overshooting”, onde os especuladores acentuam o movimento de compra de divisas por agentes que tentam se prevenir de altas consecutivas do dólar. Segundo Fahri (2001), a forte alta da taxa de câmbio no final de janeiro pode ser em grande parte atribuída à influência do mercado de câmbio futuro, com volume de negociações muito maior do que o mercado à vista. Houve rumores sobre uma moratória interna no dia 29 de janeiro, já que o Banco Central havia assumido a ponta vendida de diversos contratos de instituições privadas, sendo necessários pronunciamentos do presidente da República e do Ministro da Economia para acalmar os ânimos.

Logo em fevereiro, para fazer frente ao clima tenso, a presidência do Banco Central foi substituída novamente, passando a ser ocupada por Armínio Fraga, uma figura mais sintonizada com o mercado. Durante o mês de fevereiro, a alta acentuada da taxa de câmbio perdeu força e muitos agentes venderam suas divisas para realizarem os lucros. Houve também um sucesso na revisão do acordo com o FMI, que possibilitou às autoridades monetárias novo arsenal de reservas para intervirem no mercado de câmbio à vista, enquanto que ficou proibido pelo contrato de operar mais significativamente no mercado de derivativos.

A nova diretoria do Banco Central reassumiu o compromisso com o câmbio flutuante, sendo o dinheiro do Fundo Internacional usado apenas para “intervenções ocasionais, limitadas, e sem aviso prévio, sempre que se achar necessário”. Em contraposição, no regime anterior de bandas cambiais, havia a necessidade de se manter a âncora cambial a qualquer custo. De janeiro a abril daquele ano, o Banco Central vendeu US\$ 12 bilhões em divisas, sendo que 7,6 milhões foram vendidos na primeira quinzena de janeiro, antes da mudança do regime cambial (Pires de Souza, 2005).

Nos meses que se segue a crise cambial pareceu que havia sido controlada e, ao contrário dos temores, acabou não se tornando uma crise bancária ou uma recessão econômica de grandes proporções. Segundo Fahri (2001), três fatores podem ser apontados: o saneamento do sistema financeiro iniciado em 1995, a antecipação da depreciação do câmbio por parte dos principais agentes privados e a cobertura de seus riscos, possibilitada pela existência de um mercado líquido de derivativos cambiais e por último a socialização das perdas decorrente da desvalorização que acabou provocando forte aumento da dívida pública interna. (derivativos financeiros junto com os títulos da dívida pública indexados ao câmbio).

O período que se inicia no segundo trimestre de 1999, até o primeiro trimestre de 2001, segundo Pires de Souza (2005), foi a época em que a taxa de câmbio brasileira mais se aproximou de um padrão de flutuação pura. Como ficou evidenciado nos cálculos dos indicadores de Hausman para diferentes períodos no Capítulo 2, apesar de ser um período de baixa nos ciclos de liquidez internacionais, as intervenções do Banco Central foram mais raras.

Não somente o uso de reservas havia declinado, mas a política monetária também havia sido abrandada, depois das taxas de juros terem sido elevadas às alturas para conter o “overshooting” e os efeitos do “passtrough” do câmbio para a inflação. A política monetária então passaria a ser guiada mais pelas metas de inflação estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. Um fator importante para o período foi o influxo líquido de capitais bastante positivo por

meio de empréstimos bancários, emissão de bônus, notas e *commercial papers* (Pires e Souza, 2006).

Foi nesta fase que medidas da gestão Armínio Fraga finalizaram o processo de liberalização e desregulamentação da conta financeira, iniciado no governo Collor. O mercado financeiro brasileiro tornou-se totalmente aberto à entrada dos investidores estrangeiros, não estando mais sujeito a restrições quanto ao tipo de instrumento utilizado, à composição da carteira e à natureza do investidor (Prates e Freitas, 2001). Deste modo, aumentou-se a vulnerabilidade da economia brasileira aos fluxos de capitais internacionais. A fase estável na condução das políticas econômicas durou menos de dois anos. Até o fim do governo de Fernando Henrique Cardoso, o país iria passar por mais duas crises cambiais, em 2001 e 2002.

A crise cambial de 2001, que se prolongou de abril até outubro, foi uma consequência de um ataque especulativo associadas a vários fatores: desdobramentos da crise argentina e turca, queda das ações nos mercados internacionais, crise energética brasileira e os atentados terrorista de 11 de setembro. Ela não teria sido assim determinada pela deterioração dos fundamentos macroeconômicos internos, mas uma ação especulativa coordenada por instituições financeiras, que desencadeia uma escalada na demanda por ativos denominados em dólares e com correção cambial (Westphal, 2005).

O Brasil vinha de um ano com forte crescimento econômico (4,36% do PIB) e a Argentina havia assinado um acordo financeiro com o FMI de quase US\$ 40 bilhões. A partir de março de 2001, surgem novas desconfianças em relação à economia argentina, que se intensificam com a posse do novo ministro da Economia, Domingo Cavallo. As fortes desvalorizações que se seguiram no segundo trimestre aumentaram as incertezas e levaram os bancos a tomarem posições especulativas.

Essas desvalorizações foram contínuas e cumulativas, criando oportunidades para os agentes que haviam adquirido ativos denominados em

dólar a realizarem lucros e incentivando novas compras, impulsionando ainda mais o ritmo da desvalorização do real. Pelo lado do investidor externo, as desvalorizações alimentam uma percepção de risco mais elevada para economia brasileira, diminuindo o fluxo de investimentos para o país (Fahri, 2001). Até julho deste ano o dólar chegou a estar valendo R\$ 2,47 (alta de 12,8% desde março), quando a crise cambial pareceu dar uma trégua com a operação de leilão do Banespa, que possibilitou a entrada de U\$ 2 bilhões e com um forte ajuste fiscal na economia argentina, fruto de um acordo entre as províncias e o governo central daquele país.

O Banco Central inicia então um forte movimento de venda de dólares, já que havia captado em junho um montante de recursos externos de U\$ de 10,8 bilhões, referentes ao acordo com o FMI. São as maiores intervenções no mercado de câmbio desde a adoção do novo regime de câmbio em 1999. Essas intervenções aconteceriam em pequenas quantidades quase todos os dias, mesmo em momentos que o real se valorizasse. No entanto, essas operações mostraram-se incapazes de cobrir a demanda por hedge das empresas, uma vez que as instituições financeiras demandam os dólares oferecidos no mercado à vista pela autoridade monetária, mas não os repassam para as empresas na magnitude demandada por elas. (Westphal, 2005).

Sendo a ação do Banco Central insuficiente para conter a demanda por divisas, o ataque especulativo teve seu ápice com os atentados terroristas de setembro de 2001 nos Estados Unidos, com a taxa de câmbio alcançando 2,80 R\$/US\$.

Segundo Fahri (2001), a bolha especulativa só foi contida com uma combinação de melhora nas contas externas e uma ação mais decidida das autoridades monetárias no mercado cambial. A acentuada desvalorização cambial permitiu, ao longo do ano, uma ampliação do superávit comercial, bem como conteve os gastos com viagens ao exterior e remessas de lucros, permitindo uma revisão das expectativas, com entrada de investimentos estrangeiros diretos maiores que o previsto a partir de outubro.

Essa melhora nas contas externas, no entanto, não preveniu que outra crise cambial eclodisse no próximo ano com uma intensidade ainda maior. Entre abril e outubro de 2002, a moeda brasileira se desvalorizou 65% em relação à moeda americana e o risco país alcançou recordes 2.400 pontos. Segundo Westphal (2005), às incertezas em relação ao Brasil se deverem menos por causa dos “fundamentos macroeconômicos”, assim como na crise cambial de 2001, e mais por causa da iminente vitória do candidato à presidência do Partido dos Trabalhadores, Luís Inácio Lula da Silva, em um momento de restrição financeira externa, reflexo de escândalos financeiros em grandes corporações americanas (Enron) e do colapso argentino. Esse cenário negativo motivou que as agências de *rating* rebaixassem a nota do país e os bancos de investimentos aconselhassem os investidores a diminuírem a exposição de suas carteiras aos títulos da dívida brasileira.

As ações do governo para conter este novo ataque contra o real foram os mesmos que os anteriores, mas numa intensidade muito maior. Houve uma forte queima de divisas, principalmente se considerarmos que o nível de reservas no período estava muito baixo, a taxa de juros teve que ser elevada para 25% ao ano e estabeleceu-se um novo acordo com o FMI, que possibilitou um novo saque de US\$ 10 bilhões em junho. Porém se considerarmos o risco país de 2400 pontos, essa taxa de juros ficou abaixo da “taxa neutra de arbitragem”. O medo do Banco Central diante dos altos níveis atingidos pela taxa de câmbio, muito mais intensos do que nos anos anteriores, era de que a inflação saísse do controle. O volume de reservas líquidas vendidas no segundo trimestre de 2002 foi de US\$ 8 bilhões, o que equivalia a 30 % das divisas líquidas em 30 de junho. A inflação registrada naquele ano foi de 12,5%, muito superior a meta estabelecida em 3,5%. A justificativa do Banco Central para o Ministério da Fazenda foi que 5,8 pontos percentuais da inflação poderiam ser atribuídos à desvalorização cambial. Isto posto, começava-se a levantar dúvidas sobre a credibilidade do sistema de metas de inflação (Pires de Souza e Hoff, 2006)

Além do problema da inflação, a desvalorização cambial teve um efeito extremamente negativo sobre as contas públicas. Com uma parcela grande da dívida pública indexada ao dólar, o biênio 2001 e 2001 foi responsável por um acréscimo da dívida pública de 12,5 pontos percentuais do PIB. Por outro lado, a elevação das taxas de juros tende a piorar ainda mais o aumento da dívida, apesar de todo aperto fiscal para atingir a meta do superávit fiscal.

Durante todo esse período houve um desequilíbrio entre a oferta e demanda por divisas provocados pelo comportamento desfavorável do balanço de pagamentos e do acumulo de passivos externos na segunda metade da década de 1990. A oferta de divisas se restringia basicamente ao superávit comercial iniciado a partir de 2001 e ao investimento estrangeiro direto. No entanto o superávit comercial foi insuficiente para evitar que o país tivesse déficit nas transações correntes nesses quatro anos.

Devido ao fato de estar proibido pelo acordo do FMI de recorrer ao mercado de derivativos de câmbio, ao baixo volume de reservas internacionais e da elevada dívida mobiliária indexada à taxa de câmbio, o Banco Central tinha um raio de manobra reduzido para a gestão da política cambial. Para contornar a situação, utilizou-se outros instrumentos de intervenção como os *swaps* cambiais. Primeiramente esse novo instrumento foi vinculado à Letras Financeiras do Tesouro (LTF) e depois passou-se a negociar *swaps* solteiros, que foi bem recebido pelo mercado. A parcela da dívida mobiliária federal indexada ao câmbio passou de 29,5% em 2001 para 33,5% em 2002, dos quais 13,2 p.p correspondiam aos *swaps* cambiais (Prates, 2009).

Em suma, durante os quatros anos analisados, o ajuste automático no balanço de pagamentos prometido pelo regime de câmbio flutuante não se confirmou. A absorção dos choques pela taxa de câmbio se mostrou ineficaz e esta não voltou rapidamente às taxas originais. Ao mesmo tempo, o uso de política monetária para combater uma inflação que não é de demanda levou a adoção de taxas de juros em níveis expressivos. Pelo sistema do “tripé” instituído

na era FHC, a política monetária deveria estar a serviço das metas de inflação, sem preocupação alguma com a gestão cambial.

O regime de câmbio flutuante durante este período de pessimismo nos mercados globais acentuou a vulnerabilidade da economia brasileira. A volatilidade da taxa de câmbio no período é extremamente prejudicial para o cálculo econômico, prejudicando as expectativas de novos investimentos. Somado isso à volatilidade da taxa de juros, determina-se um padrão de crescimento bastante oscilante, conhecido como “*stop and go*”. (Fahri, 2006).

### **3.3 Governo Lula (2002 – 2008)**

Conforme discutido anteriormente, o ano de 2003 marca a reversão do ciclo de liquidez internacional. O mundo passou a conviver novamente com altas taxas de crescimento na economia e no comércio internacional, puxado principalmente pelos países emergentes e com maior destaque para a China. O fator que melhor explica esse novo quadro é a relação simbiótica entre China e Estados Unidos (Belluzo, 2006). A China e outros países asiáticos serviram como elo entre a demanda do mercado interno americano e a oferta de recursos naturais das economias exportadoras. A política do *Yuan* valorizado confere enormes superávits comerciais para China em relação aos Estados Unidos, que é compensado pelo acúmulo de reservas internacionais em dólar, financiando do déficit americano e fechando o circuito “gasto-renda-poupança”.

Deste modo, com o retorno do crescimento da economia mundial e “excesso de liquidez”, há um retorno dos fluxos de capitais para os países emergentes. A mudança para saldos comerciais cada vez mais positivos de países como Brasil impulsionam a diminuição da aversão ao risco dos sistemas financeiros.

No Brasil, no final de 2002, a economia vivia com profundas incertezas, câmbio desvalorizado, inflação alta, política monetária restritiva e um novo governo dito de esquerda, conforme quadro traçado na sessão anterior. O governo Lula, antes mesmo de tomar posse, tratou de reiterar a opção do governo anterior no que se refere às principais diretrizes da política econômica. Apesar de se colocar como o candidato da mudança, o que se anunciava era que não se esperaria nenhuma grande surpresa ou movimento brusco na condução macroeconômica do país. Pelo contrário, nos primeiros meses de governo, as autoridades trataram logo de reforçar ainda mais medidas já conhecidas com objetivo de se obter a credibilidade do mercado (o superávit primário subiu de 3,75% para 4,5%, e a taxa Selic foi fixada em 26,5%, apesar do fato que o risco país já tinha caído bastante em relação ao nível alcançado em 2002). Assim, o Brasil continuava com um regime de câmbio flutuante, metas de inflação e aperto fiscal. Fahri (2006), mostra que a gestão Armínio Fraga era muito mais tolerante em relação a pressões inflacionárias provocadas por choques externos do que gestão de Henrique Meirelles.

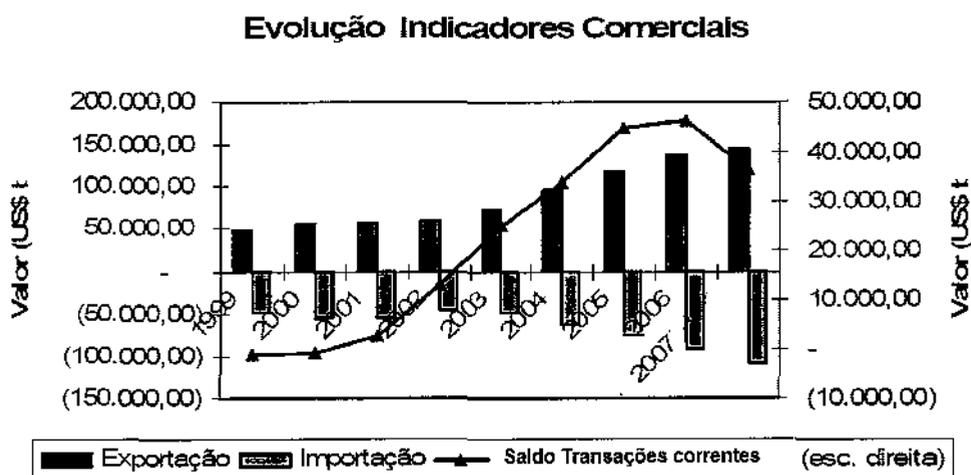
Logo nos primeiros meses, a taxa de câmbio se estabiliza para menos de 3 R\$/US\$, depois de quase atingir 4 R\$/US\$ no ápice da crise cambial de 2002. De fato, o período que se inicia será marcado por um intenso processo de apreciação da moeda brasileira, que se estenderá para além do fim do ciclo de abundância dos fluxos de capitais internacionais, em junho de 2007, passando a se reverter somente no último trimestre de 2008, quando enfim há um contágio da crise financeira internacional na economia brasileira. Não há um consenso entre autores para se explicar a apreciação cambial durante o período, podendo ser explicada pelos superávits comerciais e saldo das transações correntes para alguns, ou a apreciação teria um forte fundamento especulativo para outros, que se efetiva nas operações de câmbio futuro. A posição do Banco Central estaria mais alinhada com o primeiro grupo, argumentando que houve uma mudança estrutural nos termos de troca no comércio internacional, provocado pelo aumento de preços das *commodities*, alinhado com uma redução do

endividamento em dólares das empresas e a manutenção de um significativo ingresso de investimentos estrangeiros diretos. (Nunes, 2008 e Conte, 2008).

Porém conforme mostra Nunes (2008), a melhora nos termos de troca na verdade não é maior do que a intensa apreciação cambial. Durante outubro de 2004 e dezembro de 2006, quando há uma melhora ininterrupta nos termos de troca, a variação da relação entre os preços das exportações e os preços das importações é de 16%, enquanto que a variação cambial foi de -26%.

De fato, conforme assinalado na introdução deste capítulo, a partir de 2003 o Brasil passa a obter superávits nas transações correntes, fato inédito desde 1992. Como podemos observar no Gráfico 2, o saldo da balança comercial se torna positivo em 2001 e começa a crescer significativamente a partir de 2003. Até 2005 a taxa de crescimento das exportações brasileiras é maior que a taxa de crescimento das importações. Esse desempenho da balança comercial reflete a demanda por commodities pela China e extraordinário crescimento no comércio mundial, o baixo crescimento da economia brasileira no período, mudança de estratégia das empresas brasileiras, que mudaram o mercado de destino de sua produção e condições estáveis do cenário internacional (Nunes, 2008)

Gráfico 2



Fonte: BC

No lado da conta financeira do balanço de pagamentos, o novo ciclo de liquidez resultou na retomada dos fluxos de capitais voluntários e permitiu o pagamento das operações de regularização com o FMI (Prates, 2006). Estes pagamentos da dívida com o FMI fez com que a conta financeira ficasse negativa em 2004 e 2005 devido a rubrica de operações de regularização. Já em 2006 e 2007, a conta capital e financeira registrou saldo positivo em função do desempenho das rubricas investimento estrangeiro direto, investimento em carteira e outros investimentos. Neste período, a aquisição nas bolsas de valores tiveram recuperação significativa e persistente, principalmente a partir de 2005, com a participação dos investidores estrangeiros atingindo o recorde de 40% em 2006. As aplicações em títulos de renda fixa tiveram fluxos líquidos praticamente nulos até 2006, apesar do diferencial da taxa de juros, mas passaram a ser mais significativos em 2007.

Tanto nos resultados no saldo das transações correntes quanto no saldo na conta financeira, é possível identificar a volta do fluxo de capitais para o Brasil. Este cenário foi essencial para a redução da expectativa de desvalorização cambial e para a percepção de risco. Abriu-se assim uma oportunidade para as autoridades monetárias de reduzirem o aperto monetário. Apesar da taxa de juros no ano de 2008 ser menor que a taxa no começo de 2003, o diferencial entre as taxas interna e externa continuava em patamares elevados. Esse diferencial considerável estimulou a entrada de capitais para realização de operações especulativas no mercado cambial brasileiro.

Segundo Fahri (2006), até 2004, foi o dólar americano que estava em um processo de depreciação face às outras moedas e a desvalorização do real poderia ser atribuída a este fator. No entanto, a partir de janeiro de 2005, o dólar volta a se valorizar diante das outras moedas, mas o real continua sua trajetória de apreciação, bem como a taxa de juros. As autoridades monetárias, temendo que a inflação se afastasse da meta devido ao crescimento econômico mais elevado em 2004, resolveram iniciar mais uma subida dos juros no segundo semestre.

A taxa de juros brasileira era recorde mundial tanto em termos nominais quanto reais. Esta constatação, aliado ao risco-país em queda, estimulou o aumento de operações de arbitragem no mercado de derivativos de cambio e a apreciação do mercado de ativos brasileiros, sobretudo a taxa de cambio. Em um ambiente de liberalização financeira, a expectativa de mais valorização do real impulsiona ainda mais essas operações. (Fahri, 2006).

Além dessas operações de arbitragem e especulação envolvendo, sobretudo, derivativos de cambio, que resultaram na excessiva apreciação cambial, destaca-se o desenvolvimento de mercados offshore, como os NDFs, num ambiente mais liberalizado, ampliando a possibilidade de execução de operações de arbitragem entre os diferentes mercados, o que acentuou potencialmente a volatilidade do cambio. Desta forma, a formação da taxa de cambio passou a depender decisivamente destes mercados (Fahri, 2004).

O excessivo patamar dos juros brasileiros e lentidão para baixá-los durante esses anos revelam um desejo de apreciação por parte do Banco Central. A alta do real frente ao dólar foi muito conveniente para o combate à inflação, resultado não previsto pela teoria econômica convencional. Desse modo, a alta dos juros provoca um efeito indireto na manutenção da inflação dentro da meta estabelecida, pois é a excessiva valorização da taxa de câmbio provocada pelo diferencial de juros que mantém os preços em níveis constantes. A taxa de câmbio perde seu papel de variável de ajustes no balanço de pagamentos para ser a variável de ajustes no sistema de metas de inflação.

Durante esse período de 2003 até a metade de 2007, a gestão cambial usufruiu de maiores graus de liberdade de atuação devido ao comportamento favorável do balanço de pagamentos e da melhora da solvência externa brasileira. Em todos esses anos a balança comercial foi superavitária, o que possibilitou que as transações correntes também apresentassem saldos positivos mais expressivos.

A partir de 2003 foi adotada uma política agressiva de resgates dos títulos cambiais., o que reduziu consideravelmente desde então a parcela da dívida

pública exposta ao câmbio. Isso porque a demanda por *hedge* contra possíveis depreciações do real não apenas diminuiu, como inverteu a tendência. Com o aumento da demanda por reais em alta, o Banco Central começa a operar no mercado futuro de dólares como comprador através das operações de *swap* reverso. Esses instrumentos equivalem à compra de dólar no futuro e à venda de contratos de DI, ou seja, são exatamente o reverso dos *swaps* ofertados nos momentos de depreciação do real, quando os investidores demandavam dólares em troca de reais. Além das operações com derivativos, o BC realizou durante grande parte do período intervenções no mercado à vista de câmbio, o que resultou no acúmulo de grandes somas de reservas internacionais.

Essas volumosas intervenções tinham como objetivo conter a apreciação do real, mas conseguiu apenas reduzir a velocidade com que a taxa de câmbio caía e não parar o processo, Isso evitou a queda abrupta do preço do dólar no mercado futuro, dado o diferencial de juros, para equilibrar a “janela de arbitragem”. Assim mantiveram-se as expectativas de apreciação do real, que se manteve até a segunda metade de 2007.

Prates (2009) divide essa fase de otimismo em dois períodos: o primeiro de janeiro de 2003 a novembro de 2004 e o segundo de dezembro de 2004 a junho de 2007. No primeiro período o Banco Central não interveio praticamente no mercado de câmbio à vista. Esse comportamento seria o esperado depois da desvalorização cambial de 2002 e a posterior estabilidade da taxa de câmbio até o começo de 2004. Porém, a não-intervenção persistiu mesmo quando o real inicia seu prolongado processo de valorização, dado o objetivo de manter a inflação sobre controle.

O segundo período marca a volta da atuação do Banco Central no mercado de câmbio à vista, mas agora na ponta compradora com intuito de acumular reservas internacionais. As reservas internacionais têm importante papel para fortalecer a posição externa do país e diminuir a percepção de risco, mas com a diferença dos juros internos e externos depara-se com um constrangimento do custo de manutenção. Em junho de 2007 as reservas atingiram a quantia de US\$

147 bilhões, maior valor da história do país, o que conferia certa liberdade para conter problemas de uma possível depreciação do real. O país já não mais estaria sujeito a *currency mismatch* no mesmo nível que antes, porém não se impedia especulações sobre a apreciação da moeda.

Em suma, na fase de otimismo dos ciclos de liquidez internacional, há uma volta dos fluxos de capitais voluntários, seja através de saldos positivos nas transações correntes ou através do apetite por risco dos investidores estrangeiros, que aliado a uma política monetária restritiva, propiciou uma trajetória de valorização da taxa de câmbio brasileira. Esta valorização se mostrou eficiente no combate a inflação, o que explica a permissividade das autoridades monetárias com a alta do real. Se no período anterior, o contexto de abertura financeira intensificou os ataques especulativos e reduziu o poder de gestão cambial, com efeitos negativos sobre a inflação e a situação patrimonial dos agentes, no período posterior não significou uma autonomia da gestão cambial, que ficou subordinada à política de metas de inflação. No entanto, as autoridades usufruíram de maior liberdade na condução da política cambial, dado a melhora no balanço de pagamentos e na solvência externa da economia brasileira. (Prates, 2009).

No período que se segue à eclosão da crise do *subprime* a partir de julho de 2007, o real continua sua trajetória de valorização até julho de 2008, mantendo-se no topo do ranking das moedas que mais ganharam valor frente ao dólar. Deste modo, a gestão cambial não sofreu mudanças significativas e manteve-se de acordo com a fase de abundância nos ciclos de liquidez, acumulando reservas, para reduzir a volatilidade cambial sem interromper a valorização do real.

Prates (2009), lista três fatores que permitiram a persistência da trajetória da taxa de câmbio e da gestão cambial mesmo com a deterioração do cenário externo: a elevadíssima taxa de juros, a forte alta dos preços das *commodities* e a elevação do *rating* do crédito soberano do Brasil pelas agências de classificação

de risco (Standard & Poor's e Fitch), passando agora a contar como “grau de investimento”.

Essa imunização aos efeitos da crise internacional iria durar até agosto de 2008, e principalmente após a falência do banco de investimentos *Lehman Brothers*, no dia 15 de setembro. A partir de então o país passava a ser contagiado pela aversão ao risco dos investidores internacionais.

Segundo Prates (2009), apenas os Investimentos Estrangeiros Diretos, devido ao seu caráter não-volátil, não foram afetados no segundo trimestre de 2008. Os investimentos em ações foram os primeiros a sentirem os efeitos, com o índice Bovespa entrando em forte declínio, que resultaria numa variação negativa da Bolsa no ano de 2008, depois de sucessivos anos de subida nos preços das ações. Já os investimentos em renda fixa permaneceram positivos até setembro, vindo apresentar saldos negativos somente em outubro e novembro e voltando a registrar fluxos líquidos em dezembro devido às baixas taxas de juros internacionais, rebaixadas a níveis inferiores como meio de fornecer liquidez aos mercados prejudicados pela crise.

Como resultado, o real interrompe o longo período de valorização e os investidores assumem posições compradas nos contratos futuros da BM&F. Muitas empresas que haviam apostado fortemente no valor da moeda nacional no período anterior incorrem em elevados prejuízos. Destaque para Sadia e Aracruz que perderam, respectivamente, R\$ 750 milhões e R\$ 1,95 bilhões com operações de derivativos.

O Banco Central, por sua vez, volta a intervir no mercado para diminuir a volatilidade do câmbio. Primeiramente utiliza-se uma nova modalidade de intervenção instituída em setembro, os leilões de dólares com compromisso de recompra. Somente em outubro o Banco Central intervém no mercado à vista. Essas vendas se mostraram pouco expressivas, pois havia dúvidas sobre o contágio do Brasil com a crise e sobrava confiança no desempenho favorável da economia brasileira. Prates (2009) coloca que a autoridade monetária brasileira

teve receio em utilizar seu arsenal de reservas internacionais, assim como outros países latino-americanos, já que havia conviado por mais tempo com uma elevada vulnerabilidade externa.

As intervenções não contiveram a desvalorização de 41,7 % do real no final de dezembro de 2008 em relação ao final de agosto, perdendo apenas para a Rússia na amostra de países do Capítulo 2, com desvalorização de 44%.

**Formatado:** Não ajustar espaço entre o texto latino e asiático, Não ajustar espaço entre o texto asiático e números

**Excluído:** ¶  
¶  
¶

**Excluído:** ¶

**Excluído:** ¶  
¶  
¶  
¶  
¶

#### 4. Conclusão

Com o fim do sistema de Bretton Woods e maior liberdade na circulação de capitais pelo mundo desde então, a questão da escolha do regime cambial se torna uma decisão feita em âmbito nacional e os regimes de câmbio flutuante se tornam dominantes em todo o mundo, como meio de combinar abertura financeira e política monetária autônoma.

Os países periféricos, detentores de moedas não conversíveis e vulneráveis às paradas súbitas, descasamento de moedas e o “*passtrough*” da variação cambial para a inflação, não conseguem ver na flutuação do câmbio a solução para os problemas postos pela globalização financeira. o. Esses países têm medo de flutuar.

Os indicadores do medo de flutuar apontam sim uma flutuação suja para o regime de câmbio brasileiro, com volatilidades expressivas nas taxas de câmbio, taxas de juros e reservas internacionais. A análise da evolução histórica da experiência recente no Brasil vem confirmar que os ciclos de liquidez dos fluxos de capitais exercem limites para condução das políticas econômicas.

Há uma inter-relação entre as taxas de juros e a taxa de câmbio. Na fase de pessimismo dos ciclos de liquidez, são os movimentos da taxa de câmbio que ditam os movimentos da taxa de juros, enquanto que no período de otimismo a relação se inverte (Prates, 2009).

Os regimes de câmbio de flutuação dão mais liberdade à condução das políticas econômicas. Em períodos de otimismo, o Brasil deveria fazer uso de mais mecanismo de intervenção para evitar que o câmbio se sobrevalorize, bem como aproveitar a oportunidade para diminuir o diferencial da taxa de juros. Somando-se a isso, medidas administrativas para conter capitais de curto prazo e desestimular operações de arbitragem podem contribuir para estabilizar o mercado de câmbio, deixando o país mais forte pra períodos de crise financeira internacional.

## 5. Bibliografia

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

CONTE, B. – Regimes Cambiais em países emergentes: A experiência brasileira recente. Tese de Mestrado. IE Unicamp. 2008.

BELLUZO (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.

BIANCARELI, André M. Integração, Ciclos e Finanças Domésticas: O Brasil na Globalização Financeira. Tese de Mestrado. IE Unicamp. 2006

BIANCARELI, André M. - Países Emergentes e Ciclos Internacionais, *Política Econômica em Foco*, n.7, nov./2005-abr./2006 (seção III), boletim do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Unicamp, 2006

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

CARNEIRO, R. M. (2003) *A política macroeconômica da era FHC ao governo Lula: da trindade impossível à autonomia necessária*. In: Velloso, J. P. R. *Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado*. Rio de Janeiro: José Olympio.

CARNEIRO, R. M. (2002) *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no ultimo quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp.

CHESNAIS, F. (org.) (1999) *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Ed. Xamã.

CHESNAIS, F. (1994) *La mondialisation du capital*. Paris: Syros.

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

EICHENGREEN, B. ; HAUSSMAN, (2005). The pain of original sin. In: Eichengreen, B. & Hausmann, R. (ed.). op. cit..

EICHENGREEN, B. *International monetary arrangements for the 21st century*. Washington D.C.: Brookings Institution, 1994.

Eichengreen, B. (1996). *A globalização do capital: história do sistema monetário internacional*. São Paulo: Ed. 34.

FAHRI - (2004). *Mercados de Câmbio Offshore e Moedas Inconvertíveis*. *Política Econômica em Foco*, Boletim no 3, jan./abr.

FARHI, M. (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: Ed. Unesp

FARHI, M.. (2001) *Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial*. In: *Economia e Sociedade*, n.17. Campinas, pp. 55-79, dez. 2001.

FARHI, Maryse, e PRATES, Daniela Magalhães. Economias Emergentes e Ciclos de Liquidez. *Trabalho apresentado no IV Colóquio Latino-americano de Economistas Políticos, São Paulo - SP, 2004*

FARHI, Maryse, MARÇAL, Emerson, e PRATES, Daniela Magalhães. Os determinantes da evolução da taxa de câmbio do real no período 2003-2006. 2007.

Goldstein, M. & Turner, P. (2004). Controlling currency mismatches in emerging markets. Washington DC: Institute for International Economics.

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

HAUSMANN, R. et. al. *Why do countries float the way they float?* Washington D.C. Inter-American Development Bank, may, 2000 (Working paper 418).

Kaminsky, G.; Reinhart, C. & Vegh, C. (2004). When it rains, it pours: procyclical capital flows and macroeconomic policies. NBER working papers 10780. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Lucas, R. E. (1990). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *American Economic Review* 80 (May), pp. 92-96.

MOHANTY, M.S.; SCATIGNA, M. Has globalisation reduced monetary policy independence? In: *BIS Papers* n. 23 (op. cit.), 2005.

Obstfeld, M. & Taylor, A. M. (2004). *Global capital markets: integration, crisis, and growth*. Cambridge: Cambridge University Press.

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

PIRES DE SOUZA – SEM MEDO DE FLUTUAR. O REGIME CAMBIAL BRASILEIRO PÓS 1998. 2006.

PIRES DE SOUZA, F.E. e HOFF, C.R. "O Regime Cambial Brasileiro: Flutuação Genuína ou Medo de Flutuação?". XX Encontro de Nacional de Economia da Anpec, 9 a 12 de Dezembro, 2007. Porto Seguro, BA.

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

PRATES, DANIELA MAGALHÃES. A gestão do Regime de Câmbio Flutuante no Brasil. Texto IPEA. 2009

PRATES, DANIELA MAGALHÃES. *Os determinantes das taxas de câmbio nominal e real no Brasil após a adoção do regime de câmbio, 2005* (Relatório I do subprojeto III do Projeto de pesquisa: O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento, CECON –IE Unicamp).

PRATES, D. - A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes. Texto para discussão. CECON – IE. 2007

PRATES, DANIELA MAGALHÃES. *Dilemas da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil, 2007* (Relatório II do subprojeto III do Projeto de pesquisa: O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento, CECON –IE Unicamp).

PRATES, D. (2002). *Crises financeiras dos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa*. Campinas: IEUnicamp, tese de doutoramento.

Reinhart, C.; Rogoff, K. & Savastano, M. (2003). *Debt intolerance*. NBER working papers 9908. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

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

WESTPHAL, A. C. M. - *Crises Cambiais x Fundamentos Macroeconômicos: a experiência brasileira sob o regime de câmbio flutuante (1999-2002)*. Tese de Mestrado. IE Unicamp. 2005.