UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

CARACTERIZAÇÃO DOS REGIMES CAMBIAIS BRASILEIROS DE 1994 A 2009

ALEXANDRA RODRIGUES DOS SANTOS MATTOS
Matrícula n.º102056985
arsmattos@gmail.com

ORIENTADOR:
Prof. Antônio Luís Licha
licha@ie.ufrj.br

ABRIL 2011
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

CARACTERIZAÇÃO DOS REGIMES CAMBIAIS BRASILEIROS DE 1994 A 2009

ALEXANDRA RODRIGUES DOS SANTOS MATTOS
Matrícula n.º: 102056985
arsmattos@gmail.com

ORIENTADOR:
Prof. Antônio Luís Licha
licha@ie.ufrj.br

ABRIL 2011

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor

A Ronaldo Carvalho

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, inteligência primária de todas as coisas, pela minha vida, minha família, meus amigos e pela escolha, que faço todos os dias, da alegria de viver e aprender.

Aproveito para agradecer o especial apoio do meu orientador, o professor Antônio Luís Licha, sem o qual não seria possível a realização desse trabalho. Obrigada pelo tempo concedido a mim, onde pude agregar tantos conhecimentos importantes.

Dedico a minha conclusão no curso de Economia a minha família. Ao meu querido avô José Rodrigues dos Santos, que mesmo não lembrando muitas vezes o nome certo do meu curso sempre se orgulhava em falar "minha neta estuda na Federal do Rio de Janeiro!", à você a minha gratidão eterna. A minha mãe Alice pela lapidação do meu caráter e pelo incentivo em todos os momentos da minha vida. Ao meu marido Ronaldo pelo amor incondicional e por acreditar no meu potencial e me incentivar todos os dias. Aos raios de alegria da minha vida, Bernardo e Daniella, com os quais o mundo se faz mais feliz.

A minha querida amiga Iraci, fonte inesgotável de coragem e força. Sinto-me extremamente grata pela sua amizade e lealdade.

Por fim, deixo registrado o meu "muito obrigada" a todos os funcionários, professores e colaboradores que fazem do Instituto de Economia um ambiente acadêmico de tamanha relevância.

RESUMO

Nesta monografia estuda-se a forma pela qual os regimes cambiais brasileiros adotados no período de 1994, logo após a implantação do Plano Real, até o ano de 2009, devem ser caracterizados. O período escolhido tem sua importância justificada por se tratar de uma mudança de direcionamento da política cambial, que passou de um regime de câmbio fixo para flutuante. A pesquisa utilizou os dados e a literatura da economia brasileira dos principais manuais e publicações do tema. Essa caracterização é realizada em função da análise das formas e da constância das intervenções do Banco Central do Brasil na economia, que sempre visa o alcance de metas de política econômica. A monografia ressalta a importância da análise comparativa entre as ações observadas no mercado e o discurso da autoridade monetária, que muitas vezes são divergentes. Como conclusão, durante o período observado, pode-se auferir que num primeiro momento a taxa de câmbio apresentava um caráter preponderamtemente fixo e posteriormente, a partir de 1999, passou a possuir características mais flexíveis, porém num patamar distante do que pode-se considerar como um regime de flutuação livre.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO **7**

CAPÍTULO I - REGIMES CAMBIAIS EXTREMOS **9**

I.1 - HISTÓRICO DOS REGIMES CAMBIAIS 9

I.2 - VANTAGENS E DESVANTAGENS DOS REGIMES CAMBIAIS 10

I.2.1 - CÂMBIO FIXO 10

I.2.2 - CÂMBIO FLEXÍVEL 13

I.2.3 - REGIMES CAMBIAIS INTERMEDIÁRIOS 15

CAPÍTULO II - FORMAS DE INTERVENÇÃO DO BANCO CENTRAL. 17

II.1 - INTERVENÇÕES ESTERELIZADAS E NÃO ESTERELIZADAS 17

II.2 - INTERVENÇÕES ATRAVÉS DO MERCADO DE CÂMBIO 29

II.3 - INTERVENÇÕES ATRAVÉS DA SINALIZAÇÃO 22

II.4 - INTERVENÇÕES ATRAVÉS DA TAXA DE JUROS BÁSICA (SELIC) 22

II.5 - INTERVENÇÕES ATRAVÉS DO CONTROLE DE CAPITAL 23

II.6 - INTERVENÇÕES ATRAVÉS DA ESTIPULAÇÃO DE “PISO” E “TETO” 26

CAPÍTULO III - COMO CARACTERIZAR OS REGIMES CAMBIAIS BRASILEIROS? 27

III.1 - ANTECEDENTES 27

III.2 - MARÇO DE 1995 A DEZEMBRO DE 1998: REGIME CAMBIAL CRAWLING-PEG 28

III.3 - JANEIRO DE 1999 A 2009: REGIME DE CÂMBIO FLUTUANTE 39

CONCLUSÃO 43

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 45

ANEXOS: LISTAS DE GRÁFICOS, TABELAS, ABREVIATURAS E SIGLAS 47

INTRODUÇÃO

Esta monografia tem como principal objetivo caracterizar os regimes cambiais brasileiros adotados de 1994 até 2009. A monografia desenvolve o tema usando duas formas de abordagem: a histórica e a teórico-analítica. A abordagem histórica ocorre no primeiro e segundo capítulos, enquanto que a abordagem teórico-analítica se dá no terceiro capítulo a partir do estudo do caso brasileiro durante o período em questão.

No primeiro capítulo primeiramente é apresentado um histórico dos regimes cambiais adotados e posteriormente são levantadas, de forma geral, as vantagens e desvantagens tanto dos regimes canônicos (câmbio fixo e câmbio flexível) quanto dos regimes intermediários.

No segundo capítulo são verificadas as formas como os bancos centrais podem intervir na economia buscando atingir suas próprias metas macroeconômicas, demonstrando ser outro fator indispensável para análise almejada nessa monografia. Ainda nesse capítulo, demonstra-se que as intervenções podem ocorrer de forma esterilizada ou não esterilizada

Por fim, no terceiro capítulo realiza-se a análise específica do caso brasileiro em função das intervenções do Banco Central do Brasil. A partir da divisão do período proposto pelo estudo em dois momentos distintos da economia brasileira, é examinado o comportamento do governo no que tange a política cambial adotada diante de diferentes cenários ocorridos desde da implantação do Plano Real em 1994 até o ano de 2009.

CAPÍTULO I: REGIMES CAMBIAIS EXTREMOS

I.1 - HISTÓRICO DOS REGIMES CAMBIAIS

Durante o século XX o sistema monetário internacional passou por mudanças significativas no que se refere a modalidade cambial. Portanto, ocorreram experiências tanto com regimes extremos de câmbios fixo e flutuante, como também foi difundido muitas opções de regimes intermediários. Em meio as experiências de câmbio fixo, possui maior destaque: 1) o padrão-ouro internacional (1873-1913;1925-1931) e 2) os experimentos de conselho da moeda (*currency board),* adotados em países como Argentina, Hong Kong e Estônia.

Para que determinada política monetária de um país fosse condizente com o sistema do padrão-ouro internacional era necessária a adoção de um conjunto de medidas, dentre elas: a) a fixação de uma paridade da sua moeda em relação ao ouro; b) a manutenção de um lastro em ouro para estoque de moeda emitido pelo Banco Central; c) a garantia da conversão da moeda doméstica em ouro à paridade fixada. A implementação do padrão-ouro internacional se deu na década de 1870, quando um grande número de países passou a utilizar as suas regras. O período em que o padrão-ouro internacional foi melhor sucedido foram os quarenta anos que se seguiram após o seu início. Em 1914, com o advento da Primeira Guerra Mundial esse padrão não seria mais tanto utilizado como antes. No ano de 1925 houve uma tentativa de restabelecimento do mesmo, porém sem sucesso. Nessa tentativa a Inglaterra foi particularmente afetada e passou por uma forte recessão na segunda metade da década, e por fim abandonou essa modalidade cambial tanto defendida por ela própria (CARVALHO, 2007, p.343).

Os países que adotaram os *currency boards* tinham como principal objetivo atrelar suas moedas a uma moeda estrangeira forte (normalmente eram utilizados o dólar ou o

marco alemão) visando importar a credibilidade da moeda forte para a sua economia, servindo assim como uma espécie de âncora cambial para a estabilidade de preços domésticos. Em seu caso mais extremo, o *currency board* pode evoluir para a dolarização, como aconteceu em 2000 com o Equador. Um efeito negativo tanto da dolarização quanto do *currency board* é que o governo perde a liberdade da condução da sua política econômica (CARVALHO, 2007, p.344).

Em 1944 foi firmado na conferência de Bretton Woods, um acordo onde foi estabelecido o regime de câmbio fixo ajustável (amplamente adotado pelos países por um período extenso de tempo). O padrão-dólar também responde como uma das principais características do novo sistema, onde todas as moedas mantinham paridade fixa com o dólar, que por sua vez possuía paridade com o ouro. O objetivo principal era harmonizar as relações entre países através da estabilidade cambial, autonomia dos estados nacionais na busca das suas próprias metas macroeconômicas e liberdade cambial. Objetivo esse que pôde ser verificado de 1946 a 1971, pois se tratou de uma boa fase mundial de estabilidade e crescimento. Entretanto, as condições para o sucesso do acordo eram de difícil sustentação e, passado o cenário estável, esse sistema entrou em crise. A decisão do então presidente do Estados Unidos, Nixon, de não mais converter o dólar em ouro estabeleceu o fim da era Bretton Woods. Assim, o intervalo de agosto de 1971 ao começo de 1973 é visto como um período de transformação do *"padrão-dólar não-ancorado no ouro"* para regimes de flutuação cambial, majoritariamente suja.

A partir do ano de 1973 a Europa, os Estados Unidos e o Japão começaram a se basear no regime de câmbio flutuante, utilizado até os dias de hoje. Embora a proposta inicial contemplasse o livre funcionamento do mercado que por sua vez determinaria a taxa de câmbio, isso não é o verificado ao longo desses últimos quarenta anos. A ideia dos defensores desse regime era que a flutuação do câmbio estabelecesse a criação de um *"ambiente monetário internacional estável"*, porém como esse cenário ideal não se concretizou, muitos países realizaram intervenções não permitindo assim que o mercado funcionasse de forma totalmente livre (CARVALHO, 2007, p.346).

Na primeira metade da década de 80, os Estados Unidos associaram a flutuação livre do dólar com política fiscal expansionista e política monetária contracionista, como consequência o dólar teve valorização em torno de 50%, quadro que foi completamente revertido nos dois anos posteriores. Já nos anos 90 teve-se um cenário com grandes mudanças cambiais, o euro e o iene, as duas principais moedas nas transações internacionais, variaram em até 70%. As autoridades monetárias reagiram a esse quadro de instabilidade e desalinhamento das taxas de câmbio se coordenando na tentativa de conter maiores prejuízos, não só aos seus países como também ao funcionamento do sistema financeiro internacional (CARVALHO, 2007, p.347).

I.2 – VANTAGENS E DESVANTAGENS DOS REGIMES CAMBIAIS

I.2.1 - CÂMBIO FIXO

Existem duas vantagens consideráveis na adoção da taxa de câmbio fixa. Uma vantagem ressaltada pelo autor, seria que a fixação da taxa de câmbio diminui incertezas, pois transmite maior segurança no sentido de que os agentes já possuem a informação prévia do valor nominal da taxa, portanto o risco de ocorrerem consideráveis variações na taxa de câmbio é reduzido, encorajando assim o comércio e o investimento. Além disso, nesse cenário, assim como o risco da taxa cambial, também serão reduzidos os custos de transação. O autor ainda aponta que esse regime cambial criaria uma âncora nominal com credibilidade para efeito de atuação da política monetária. Porém num regime de câmbio flexível, como será visto a diante, o poder de atuação, que independe dessa política monetária, tem sua habilidade potencializada (FRANKEL, 1999, p.9).

De acordo com Krugman (2004, p.496) existem algumas razões que justificam a necessidade de compreensão do funcionamento das taxas de câmbio fixas. Como uma dessas razões está a "FLUTUAÇÃO ADMINISTRADA", uma vez que pode-se verificar

que não há uma flutuação totalmente livre mesmo nos países onde o governo não fixa a taxa de câmbio, assim a partir de um sistema que mistura taxas fixas e flutuantes, a partir do entendimento do regime cambial fixo, pode-se visualizar melhor as consequências de uma intervenção cambial sob taxas flutuantes. O autor cita os "ARRANJOS DE MOEDAS REGIONAIS", no qual os países fazem *acordos de taxa de câmbio*, onde são fixadas taxas a serem utilizadas entre os países envolvidos no acordo. Em relação aos demais países suas taxas continuam a flutuar. Além das razões descritas anteriormente, o autor chama a atenção para os "PAISES EM DESENVOLVIMENTO E PAISES EM TRANSIÇÃO", que tentam associar frequentemente suas moedas ao dólar norte americano, porém não somente a ele. Por último, Krugman destaca a importância das "LIÇÕES DO PASSADO PARA O FUTURO", pois o regime cambial fixo foi tido como regra entre as décadas de 1920 e 1930 e depois mais uma vez no período de 1945 e 1973.

No regime de câmbio fixo existe uma paridade fixa entre a moeda doméstica e moeda estrangeira. A fixação do câmbio normalmente é determinada pela autoridade monetária. No Brasil, essa autoridade tem expressão através do Banco Central do Brasil, que é responsável pela manutenção da paridade previamente estabelecida nessa modalidade cambial fixa. A título de exemplificar-se uma intervenção passiva[1], o **Gráfico** (1) ilustra um cenário hipotético do governo possuir o objetivo de estabilizar o fluxo de capitais. Ocorrendo uma elevação da demanda pela moeda estrangeira, o Banco Central irá injetar no mercado uma quantidade maior de moeda estrangeira, isso evitará alterações no preço da moeda doméstica, que não se desvalorizará frente a moeda estrangeira e tão pouco existirá escassez de moeda. Assim, de acordo com o gráfico pode-se visualizar o deslocamento de $M_0^{US\$}$ para $M_2^{US\$}$ a fim de que seja mantido o nível de preços em E_0. Vale ressaltar que para a autoridade monetária realizar tal manobra, é necessário que haja disponibilidade de reservas internacionais.(CARVALHO, 2007, p.341-342).

[1] Carvalho e Sicsú (2007) denominam a forma de intervir do Banco Central de passiva, devido a compra e venda de moeda estrangeira de acordo com a necessidade verificada.

A credibilidade dada ao regime cambial fixo é proporcional a capacidade de intervenção do Banco Central na economia (ZINI JR., 1996, p.119).

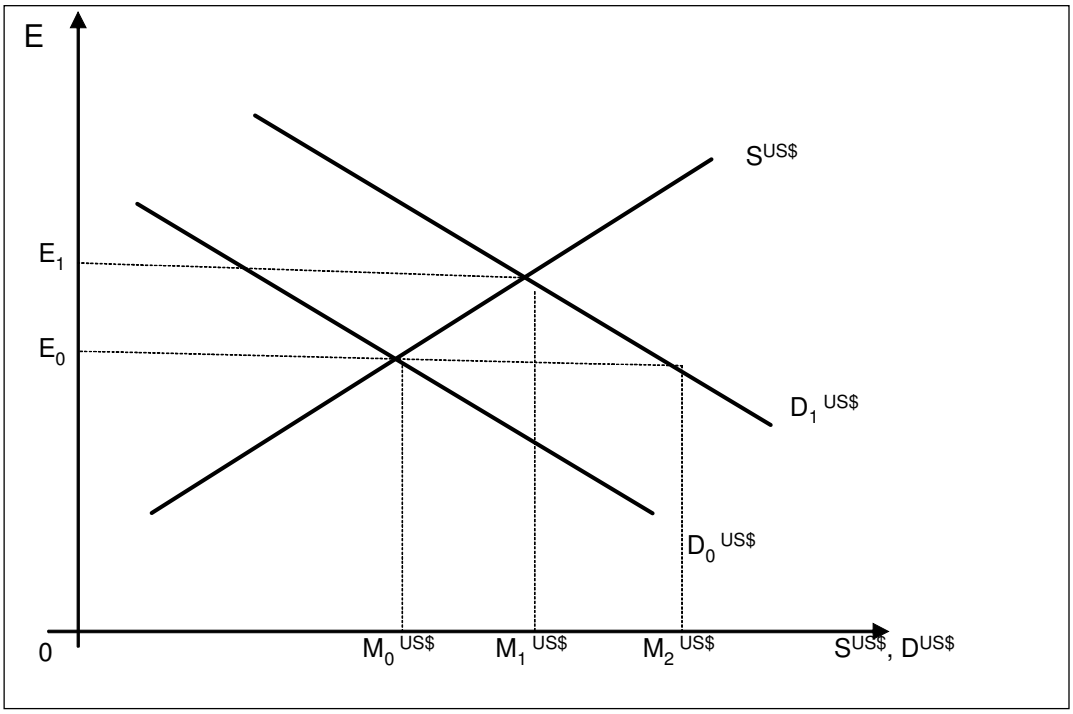


Gráfico 1: O Mercado de Câmbio

FONTE: CARVALHO (2007, p.341)

I.2.2 - CÂMBIO FLEXÍVEL

O regime de câmbio flutuante puro é antagônico a modalidade descrita anteriormente, de câmbio fixo. O Banco Central não intervém no mercado cambial, assim a taxa é determinada em função da oferta e demanda de moeda estrangeira. O autor cita os Estados Unidos da América como exemplo de país que chega o mais próximo de adotar a chamada flutuação livre (FRANKEL, 1999, p.5).

A partir do mesmo exemplo dado anteriormente com o **Gráfico** (1) acima, é demonstrado que no caso de um aumento da demanda de $D_0^{US\$}$ para $D_1^{US\$}$, ocorre um excesso de demanda por moeda estrangeira, $M_0^{US\$}$ para $M_2^{US\$}$; logo, o mercado ajustará instantaneamente E_0 para E_1 em um preço maior e uma oferta de moeda estrangeira menor, $M_2^{US\$}$ para $M_1^{US\$}$ (CARVALHO, 2007, p.340-341).

Segundo Krugman (2004, p.582-587), os motivos principais para a adoção de taxas de câmbio flutuantes são:

(i) "AUTONOMIA DA POLÍTICA MONETÁRIA": Retirada a responsabilidade do Banco Central de intervir no mercado cambial, o mesmo estaria livre para se concentrar e operar a política monetária com o objetivo de atingir os equilíbrios interno e externo. Outro argumento positivo utilizado pelos defensores das taxas flutuantes é que cada país poderia escolher a sua taxa de inflação de longo prazo ao invés de importar a taxa de inflação exogenamente determinada;

(ii) "SIMETRIA": O sistema de Bretton Woods provocou significativas assimetrias durante os anos 60 e 70. Uma dessas assimetrias era gerada devido aos bancos centrais atrelarem suas moedas ao dólar e acumularem o mesmo como reservas

internacionais, fornecendo ao Federal Reserve dos Estados Unidos o papel crucial de determinação da oferta mundial de moeda . Assim, o abandono desse sistema proporcionaria maior autonomia na determinação das suas próprias ofertas domésticas de moeda. Além disso, os Estados Unidos poderiam, assim como os outros países envolvidos, influenciar sua taxa de câmbio em relação as moedas estrangeiras;

(iii) "TAXAS DE CÂMBIO COMO ESTABILIZADORES AUTOMÁTICOS": Com a flutuação, as taxas de câmbio originadas pelo mercado se ajustariam automaticamente em função da demanda agregada propiciando a manutenção dos equilíbrios interno e externo e evitando especulações por períodos longos de tempo.

Em contrapartida, algumas das principais críticas a utilização de taxas de câmbio flexíveis estão relacionadas as incertezas geradas pelo não conhecimento prévio dessas taxas por parte dos agentes que transacionam no mercado cambial, fato que prejudicaria os investimentos internacionais e o comércio. Além disso, essas taxas ficariam sujeitas a sofrer *"especulação desestabilizadora",* uma vez que o mercado de câmbio poderia ter sua estabilidade comprometida devido a especulações sobre variações nas taxas. Outras críticas dizem que a flutuação propicia cenário favorável ao "*empobrecimento do vizinho"* e ainda aos excessos monetário e fiscal (KRUGMAN , 2004, p.611-615).

A escolha da política cambial que será adotada em um país envolvem dilemas ("*trade offs*") a serem discutidos em função da particularidade de cada situação econômica vigente. Os países devem escolher entre as vantagens proporcionadas por uma maior estabilidade da taxa de câmbio e as vantagens geradas pela flexibilização. De modo ideal, os países optariam por uma taxa de câmbio com um grau de flexibilidade que otimizasse a sua escolha (FRANKEL, 1999, p.2-3).

I.2.3 – REGIMES CAMBIAIS INTERMEDIÁRIOS

Classificar as taxas de câmbio apenas como fixa e flexível seria destacar apenas os extremos diante de todo um cenário de possibilidades. De acordo com o FMI, entre essas duas modalidades, estão enquadrados a maioria dos regimes cambiais adotados, assim se faz necessário também os destacar (FRANKEL, 1999, p.2-5).

Entre os regimes cambiais que o autor destaca, convergem com o objetivo do presente estudo as seguintes modalidades:

a. **Câmbio atrelado ajustável** ("*adjustable peg*"): Foi descrito sob o regime de Bretton Woods como uma taxa de câmbio fixa, porém ajustável. Países que declaravam suas taxas como fixas, eram submetidos a realinhamentos cambiais com uma certa periodicidade.

b. "***Crawling peg***": Nos países com altos índices de inflação, o câmbio poderia ser regularmente ajustado por uma série de minidesvalorizações Em uma abordagem, teria um pouco do papel de âncora nominal da meta da taxa de câmbio, já que a taxa poderia ser colocada abaixo do nível da inflação esperada retirando progressivamente o país do ciclo de inflação. Outra abordagem seria a indexação da taxa de câmbio ao nível de preços com o objetivo de manter a taxa de câmbio real constante.

c. "***Basket peg***": A taxa é fixada em função da cesta de moedas de seus principais parceiros comerciais. A adoção dessa modalidade cambial é justificada em países que possuem parceiros comerciais geograficamente diversificados.

d. **Bandas Cambiais** ("*Target zone*"): É estabelecida uma taxa de câmbio central e partir desse parâmetro central é determinado um intervalo dentro do qual serão aceitas variações da taxa para cima ou para baixo, no qual a autoridade monetária compromete-se a intervir caso a taxa de câmbio se aproxime dos limites das bandas.

e. **Flutuação Administrada** ("*Managed float*"): Também chamada de flutuação suja. Nessa modalidade a autoridade monetária está apta a intervir sem defender nenhuma paridade particular da taxa de câmbio.

De acordo com Carvalho (2007), os regimes cambiais intermediários, constituídos de distintas modalidades de taxa de câmbio fixa ajustável e de flutuação administrada. Esses regimes continuarão a ser adotados por muito tempo, visto que possuem grande relevância do contexto atual (CARVALHO, 2007, p.348).

Um dos argumentos contrários a utilização dos regimes intermediários de câmbio diz respeito insuficiência de transparência dessas modalidades para a análise dos investidores globais exigentes, para esses a eficácia dos regimes intermediários não é fácil de se verificar. Por outro lado, Frankel (1999) ressalta que muitas vezes as soluções intermediárias são mais apropriadas a determinados países e economias do que os regimes cambiais extremos (canônicos). Paras as economias emergentes não existiria apenas um único regime a ser seguido. O autor relembra ainda que o passado inflacionário dos países emergentes, como no Brasil, fez com a taxa de câmbio fosse utilizada como importante elemento nos programas de estabilização monetária (FRANKEL, 1999, p.36-37)

CAPÍTULO II: FORMAS DE INTERVENÇÃO DO BANCO CENTRAL

Os regimes intermediários supõem as intervenções dos bancos centrais no mercado de câmbio. Essas intervenções podem ser realizadas de duas formas diferentes, esterilizadas ou não esterilizadas

II.1- Intervenções esterilizadas e não esterilizadas

As formas de intervenção dos bancos centrais no mercado de câmbio podem influenciar diretamente a base monetária doméstica da economia, fazendo com essa base aumente ou diminua. Nesse contexto, muitos autores distinguem as intervenções em esterilizadas, quando não alteram a oferta doméstica de moeda, e não esterilizadas, quando ocorre alteração da base. Para efeito de exemplificação, a compra de ativos estrangeiros pelo banco central de um país eleva imediatamente a oferta de moeda daquele país em questão. Em contrapartida, a venda de ativos estrangeiros pelo banco central automaticamente reduz a oferta de moeda. Assim, para anular o impacto de suas operações de câmbio sobre a oferta doméstica de moeda, os bancos centrais muitas vezes fazem transações iguais de ativos estrangeiros e domésticos em direções opostas (KRUGMAN, 2004, p.502)

Consegue-se visualizar essa movimentação no balanço do Banco Central, pois ele mostra como a *"intervenção cambial afeta a oferta de moeda por causa das exigibilidades do banco central, que aumentam ou diminuem quando seus ativos aumentam ou diminuem, e que são a base do processo da oferta doméstica de moeda"* (KRUGMAN, 2004, p.526).

Conforme já citado em seções anteriores, as políticas macroeconômicas adotadas pelos governos possuem efeitos diferentes enquanto a utilização de taxas de câmbio fixas e flutuantes. Ao fixar a taxa de câmbio, os bancos centrais não fazem uso da capacidade de

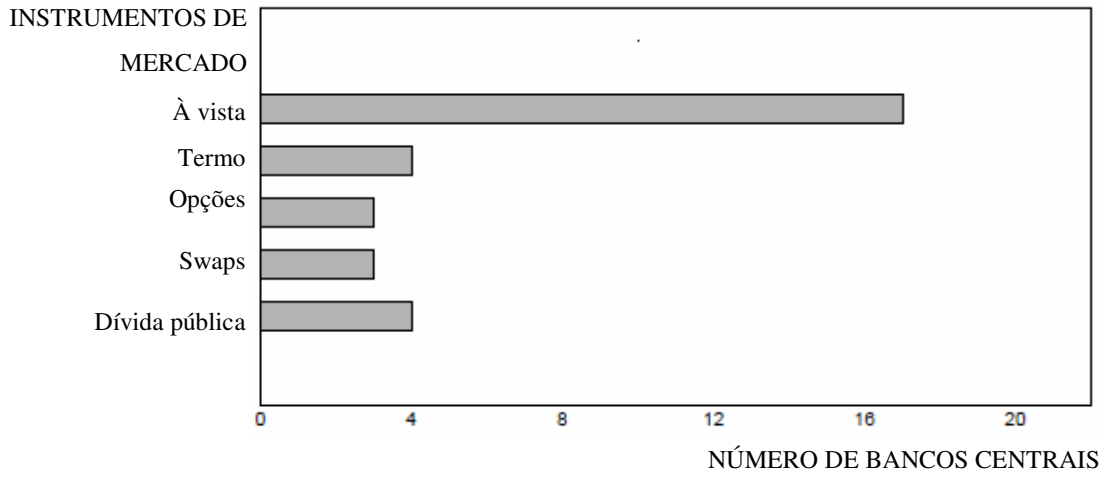
influenciar a economia através das ferramentas da política monetária. Nesse sentido, a política fiscal possui um papel de tamanha importância e sua utilização afeta a produção e o emprego. Aliás, a política fiscal é ainda mais efetiva sob uma taxa de câmbio fixa do que sob uma taxa flutuante[2], pois no caso de uma expansão fiscal, a mesma é acompanhada de uma apreciação da moeda doméstica tornando os bens e serviços do país mais caros e isso reduz o efeito direto positivo da política sob a demanda agregada. *"Para evitar essa apreciação, o banco central que fixa a taxa de câmbio é forçado a expandir a oferta de moeda por meio de compras de divisas. O efeito expansionista adicional desse aumento involuntário na oferta de moeda explica por que a política fiscal é mais forte do que sob uma taxa flutuante"* (KRUGMAN, 2004, p.507-509).

O Banco Central possui diversas modalidades de intervenção no mercado de câmbio além da simples negociação à vista da moeda. Dentre todas as modalidades, aqui serão abordadas as intervenções: 1) atuantes no mercado de câmbio, com as autoridades monetárias comprando e vendendo através dos mercados à vista, futuro e de derivativos; 2) a partir do controle de capital (IOF, restrição de transações); 3) Com a utilização da taxa de juros; 4) Através de sinalização; 5) através da delimitação de piso e teto.

Em 2001, numa pesquisa realizada pelo FMI com um grande número de países de economias emergentes, constatou-se que 82% dessas economias fazem intervenções no mercado à vista. O **Gráfico** (2) abaixo é resultado outro levantamento, dessa vez realizado pelo *BIS* (*Bank for International Settlements*), onde a partir de uma amostra de 22 bancos centrais de países emergentes, perguntava-se quais eram as formas mais utilizadas para intervir. A conclusão foi bem parecida com a pesquisa anterior do FMI, na qual a maior parte das intervenções foi verificada através do mercado à vista (ARCHER, 2005, p.44).

[2] Para maiores explicações ver Krugman, Paul R. – Economia Internacional. Teoria e Política – 5 edição (2004).

Gráfico 2: Ferramentas usadas nas intervenções



FONTE: Tradução do relatório nº24 do BIS: *Foreign exchange market intervention: methods and tactics*.

II.2- Intervenções através do mercado de câmbio

O Banco Central pode vender ou comprar moeda no mercado à vista ou no mercado futuro. O que distingue os dois mercados é o tempo em que a transação será efetuada. No mercado à vista temos a liquidação em até dois dias da data da operação, já no mercado futuro a liquidação ocorre num prazo superior. No caso brasileiro, essa negociação se dá na BM&FBOVESPA, única bolsa de valores, mercadorias e futuros em operação no Brasil, é a principal instituição brasileira de intermediação para operações do mercado de capitais, negociações de ações, derivativos de ações, títulos de renda fixa, títulos públicos federais, derivativos financeiros, moedas à vista e commodities agropecuárias. Tendo em vista sua área de atuação, a BM&FBOVESPA está sujeita à regulação e à supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Banco Central do Brasil.

No mercado à vista o BACEN pode atuar na economia através das reservas internacionais e domésticas. A liquidez no mercado de reservas é administrada diariamente pelo Banco central com o objetivo de acomodar a demanda dos bancos por reservas

bancárias e preservar a estabilidade da taxa de juros. Normalmente, o Banco Central realiza o gerenciamento diário da liquidez através de operações no mercado aberto, assim ele busca neutralizar as oscilações da taxa de juros básica geradas pelas variações autônomas das reservas bancárias, que podem ser originadas por diversos motivos, que variam desde uma entrada anormal de capitais externos do país, transferência de recursos dos bancos privados para os cofres públicos até ao comportamento inesperado da comunidade financeira, ou seja, o Banco Central entra em ação a fim de evitar o desequilíbrio no volume das reservas bancárias neutralizando assim os efeitos adversos que possam prejudicar ou causar instabilidade do mercado. A busca desse equilíbrio pressupõe um nível ideal de reservas bancárias que o Banco Central deve perseguir, por meio dessas ações compensatórias, para garantir a estabilidade da taxa de juros(CARVALHO, 2001, p.126-127).

No mercado futuro, algumas das ferramentas mais utilizadas pelos bancos centrais para intervir são os *swaps* e as opções. Assim, a autoridade monetária pode atuar de forma direta ou de forma indireta, sem que ocorra qualquer transação financeira por meio de divulgação ao público sobre metas e políticas a serem perseguidas, impactando o valor da moeda na economia. Os bancos centrais podem acionar os *swaps* para atuar no mercado sem que haja a necessidade de aplicação de recursos de forma imediata.

As opções fornecem ao seu dono o direito de comprar ou vender determinado ativo em uma dada data e valor, previamente estipulados por um dado valor. É importante ressaltar que o detentor da opção tem o direito, mas não a obrigação de exercê-la. Assim, as autoridades monetárias também podem intervir efetuando venda ou compra de moeda a partir de opções disponíveis no mercado. Um ponto positivo das opções é que elas reduzem os potenciais impactos frente a um cenário de instabilidade do mercado.

A **Tabela** (1) foi retirada do mesmo relatório anteriormente citado do *BIS,* na ocasião foi desenvolvida e analisada por Moreno (2005). Nela objetivou-se estudar a "taxonomia das intervenções". Para melhor entendê-la é proposto que a intervenção no

mercado cambial é impulsionada por objetivos macroeconômicos (controle da inflação, manutenção do equilíbrio externo, garantia de boa alocação de recursos, preservação da competitividade, alavancagem do crescimento, contenção de perturbações do mercado e prevenção de crises). Para alcançar as metas acima, os bancos centrais podem atuar influenciando a taxa de câmbio, contrabalanceando a volatilidade do mercado ou ainda alterando o volume de reservas internacionais (MORENO, 2005, p.4)

Tabela 1: A Taxonomia das Intervenções

	Objetivos Macroeconômicos		
Objetivos Específicos das Intervenções	Controlar a inflação	Balança Externa, Crescimento, Alocação Eficiente de Recursos	Manter Estabilidade Financeira (Prevenir-se a Crises ou Mercados Desordenados)
A - Influenciar a taxa de câmbio (bandas, barreiras, etc, anunciados ou não)	X	X	X
B - Suavizar a volatilidade	X	X	X
I - Responder simetricamente a volatilidade			X
II - Prevenir contra movimentos excessivos (sem alvo fixo)	X	X	X
III - Resistir a movimentos muito rápidos	X	X	X
IV - Manter a liquidez no mercado de moedas estrangeiras			X
C - Influenciar o volume das reservas internacionais			X

FONTE: Tradução do relatório nº24 do BIS: *Motives for intervention*.

II.3- Intervenções através da sinalização

Com a finalidade de influenciar a estrutura de taxa de juros da economia através da taxa de juros de curto prazo, O Banco Central efetua a a sinalização para o mercado do direcionamento da política monetária. Assim, visando uma estratégia de prazo mais longo, são tomadas conjunto de medidas para atender objetivos mais amplos de política monetária. Um exemplo citado pelo autor se dá no caso de adoção de uma política monetária restritiva, onde o Banco Central deve colocar o o maior volume possível de títulos junto ao mercado para alcançar uma redução das reservas bancárias e, consequentemente, um menor crescimento dos agregados monetários (CARVALHO, 2001, p.127).

Mesmo sem a intenção de modificar a política monetária ou fiscal para obter uma taxa de câmbio de longo prazo diferente, um governo pode ser tentado a explorar o efeito sinalizador como forma de conseguir benefícios temporários. Porém o resultado de não seguir a sinalização para o governo seria torná-la ineficiente, na medida em que os agentes envolvidos não acreditariam nas próximas sinalizações. A partir da conclusão acima, o autor enfatiza que a sinalização para intervenção não deve ser caracterizada como "*arma política*" e que sua utilização não pode ser independente do direcionamento das políticas monetária e fiscal (KRUGMAN, 2004, p.521).

II.4- Intervenções através da taxa de juros básica (Selic)

"A taxa de juros de curto prazo, ou taxa básica de juros da economia, nada mais é que o resultado do confronto entre a oferta de reservas, definida pelas atuações do Banco Central nas operações compromissadas e operações definitivas e o saldo do fluxo de entrada e de saída do sistema bancário, com a demanda por reservas dessas instituições definida pelas suas necessidades de atender as exigibilidades compulsórias e seus compromissos com o setor não-monetário da economia". Ainda segundo ao mesmo autor a

atuação do Banco Central se dá a partir da sinalização para as instituições das condições que irão prevalecer no mercado de reservas, não só naquele dia como também por um período mais longo de tempo. O Banco Central do Brasil e o Federal Reserve dos EUA adotam o modelo de comunicação mais usual para "*evitar ruídos"*, isto é, realizam o *"anúncio de metas para taxa de juros",* dessa forma são criados comitês de política monetária responsáveis pela definição e anúncio das determinações para o público (CARVALHO, 2001, p.160).

Em função da atuação acima citada, alguns bancos centrais acabam por criar uma programação monetária onde traçam as metas a serem perseguidas em relação aos agregados monetários. A contração ou expansão monetária pelo Banco Central irá se efetuar em função dessas metas e das estimativas para evolução autônoma das reservas, atendendo assim aos seus objetivos de curto, médio e longo prazo para a taxa de juros.

"Para a autoridade monetária, as metas de juros atuam enquanto metas operacionais para atender aos seus objetivos no que se refere a inflação e/ou produto e emprego. Deste modo, O Banco Central pode, por um lado, definir – conjuntamente com o Tesouro – um calendário de colocação de títulos nos leilões primários e, por outro lado, atuar no dia-a-dia de modo a manter a taxa de juros no patamar definido previamente como adequado pela autoridade monetária" (CARVALHO, 2001,p.161).

II.5- Intervenções através do controle de capital

Uma das formas de intervenção do Banco Central é o controle de capital que pode ocorrer de diferentes formas. As autoridades monetárias exercem o seu poder de atuação seja através de um imposto, como por exemplo o Imposto sobre Operações Financeiras

(IOF)[3] ou mesmo a partir da restrição de transações. Os fluxos de capitais têm se recuperado da queda que ocorreu em razão da crise financeira internacional deflagrada em 2008, e sob influência das expectativas de forte crescimento do produto de economias emergentes e em desenvolvimento, esses capitais têm voltado a se atrair para esses mercados em busca da remuneração das altas taxas de juros.

Para os autores Magud & Reinhart (2006), o controle de entrada e saída desses capitais são justificados em virtude de quatro *medos*. Ocampo & Palma (2008) e Epstein (2005) adicionam ainda o quinto e o sexto medo respectivamente, a fim de chamar a atenção para mais pontos que devem ser levados em consideração e que legitimam a intervenção.

I. Medo da apreciação: rápidos e substanciais influxos de capital podem valorizar a taxa de câmbio real, reduzindo a competitividade dos produtos brasileiros e diminuindo a rentabilidade das exportações;

II. Medo do "*hot money*": a injeção súbita de fundos em um mercado pode ser revertida tão rapidamente quanto foi iniciada. Assim, entradas de capitais de curto prazo podem causar distorções gerando instabilidade de mercado;

III. Medo de grandes influxos: mesmo quando os fundos não são completamente compostos por "*hot money*", grandes influxos de capitais, principalmente os que buscam indiscriminadamente maiores rentabilidades, podem causar deslocamentos no sistema financeiro;

[3] Em Carvalho & Garcia (2006) podemos verificar que a cobrança do IOF foi uma das principais medidas para controlar influxos de capitais na década de 1990, embora o mercado tenha realizado muitas manobras contra o IOF e consequentemente logrado ganhos com as taxas de juros elevadas sem pagar o imposto sobre as mesmas.

IV. Medo da perda de autonomia de política monetária: conhecido como "trindade impossível"[4] , se refere ao fato de que não é possível conciliar perfeita mobilidade de capitais com a adoção de uma taxa de câmbio fixa e políticas monetárias independentes;

"Ou bem se abre mão da autonomia no uso da política monetária doméstica, aceitando que a taxa de juros do país simplesmente siga a internacional, ou se restringe a mobilidade de capitais, para que possa usar políticas de esterilização com alguma eficácia (pelo menos no curto prazo) ou, finalmente, mantém-se a livre mobilidade dos capitais e pratica-se uma política monetária independente, mas adota-se o câmbio flutuante" (CARVALHO, 2007, p.361).

V. Medo de bolha de ativos: grandes influxos de capital estrangeiro podem alimentar bolhas de preços de ativos de forma insustentável;

VI. Medo de fuga de capital: medo do comportamento herdado pelos investidores internacionais poderiam expor um país para o risco de uma reversão brusca dos fluxos de capital no caso de uma crise ou de expectativa futuro não favorável.

[4] Robert Mundell usou essa expressão para se referir a essa implicação do modelo que leva o seu nome. Também é frequentemente chamado de "trilema de política econômica".

II.6- Intervenções através da estipulação de "piso" e "teto"

A intervenção do Banco Central através da utilização de bandas cambiais ocorre quando a taxa de câmbio se aproxima dos limites da banda. Esse movimento busca mostrar aos agentes econômicos que o governo garantirá o equilíbrio necessário para o bom funcionamento da economia, ou seja, afirma que a política cambial está controlada e permanecerá estável. Segundo a autora, "*quando o governo anuncia o estabelecimento de um regime de banda cambial, ele está anunciando a disposição de sustentar os limites anunciados mediante a correção dos 'fundamentos' de forma a evitar que a taxa de câmbio ultrapasse os limites explicitados para a banda. Sendo o governo 'crível' e o mundo um cenário onde prevalecem as expectativas racionais, a ideia é de que os agentes vão antecipar as intervenções do governo de forma que o ajustamento ótimo de câmbio pelo mercado será muito mais suave do que o que se observaria na ausência de banda"* (SILVA, 2002, p.7).

CAPÍTULO III: COMO CARACTERIZAR OS REGIMES CAMBIAIS BRASILEIROS?

III.1- Antecedentes

Durante vinte e cinco anos que antecederam o lançamento do plano real em 1994, o Brasil adotou um regime de minidesvalorizações cambiais, com o objetivo de manter estável a taxa de câmbio real para que fosse mantido a competitividade externa da economia. As minidesvalorizações deixaram de ser adotadas somente em breves períodos de tempo devido as tentativas com os planos de estabilização (Planos Cruzado, Bresser, Verão, Collor I e Collor II) dos anos 80 e início dos anos 90, porém todos sem sucesso. O regime cambial consistia em realizar pequenas desvalorizações periódicas objetivando a paridade com a inflação apresentada no período anterior, descontada a inflação externa. Essa regra cambial, nos seus primeiros anos, era realizada com uma periodicidade mensal, o que não se sustentou diante de patamares cada vez mais elevados da inflação, e assim a interferência chegou a ser diária no fim dos anos 80 e primeira metade dos anos 1990, esgotando as possibilidades de manter a indexação. Esse quadro pode ser explicado devido a utilização da política cambial não como meio para o combate a inflação, e sim como ferramenta para atingir a meta relativa a balança comercial. A taxa de câmbio teve seu potencial mais aproveitado somente a partir de 1994 (CARVALHO, 2007, p.371).

Os planos de estabilização demonstraram as tentativas de conter a inflação. Imediatamente após a introdução de um novo plano ocorreriam quedas consideráveis da inflação, porém logo depois o movimento se revertia e voltávamos a ter uma aceleração. Antes do começo do Plano Collor I (1990), o Brasil apresentava um quadro de

hiperinflação, com a taxa de inflação real de mais de 80% ao mês, taxa essa que foi reduzida para 10% ao mês após a introdução do plano. Porém esse patamar não conseguiu ser sustentado e já em 1991 as taxas haviam dobrado, então foi dado início ao Plano Collor II e o movimento se repetiu, assim tivemos uma queda na inflação logo após a implementação do Plano Collor II e em seguida uma aceleração contínua nos meses que se sucederam. Esse padrão só foi interrompido com a introdução do Plano Real em 1994 (CASTRO, 2005, p.158-159).

III.2- Março de 1995 a Dezembro de 1998: regime cambial crawling-peg

"*Com o advento do Plano Real, a abordagem de metas reais para a taxa de câmbio – até então empregada como guia para a política cambial do governo – foi substituída pela abordagem da âncora nominal. Esta abordagem coloca a taxa de de câmbio no centro da política anti-inflacionária*" (CARVALHO, 2007, p.371).

Segundo SEABRA (1998, p.200), pode-se caracterizar o regime cambial adotado de Julho de 1994 a Fevereiro de 1995 como de banda unilateral ou regime de meia banda, visto que o Banco Central estabelecia somente um limite superior para a cotação do dólar. Após Março de 1995 o Banco Central adota o regime de bandas bilaterais a partir da fixação de teto e piso para a flutuação da taxa de câmbio.

Essa política de câmbio flutuante para baixo, adotada imediatamente após a implementação do plano real, teve um período de duração curto de apenas três meses, quando não verificou-se a intervenção do Banco Central no mercado de câmbio brasileiro. Paralelamente a esse fato, o BACEN ainda tentava o alinhamento em direção às metas monetárias rígidas preestabelecidas Entretanto, em outubro de 1994, devido principalmente ao não cumprimento das metas monetárias, o governo realizou a troca da âncora monetária para âncora cambial (CASTRO, 2005, p.157).

A razão da assertiva em relação ao Plano Real se deu por um conjunto de fatores reunidos a uma maior abertura da economia brasileira nos anos 90. O sucesso do regime de âncora cambial foi garantido devido a fatores como o favorecimento das condições externas, muito melhores em 1994 do que nos anos 80, existência de abundância de liquidez internacional e o elevado patamar de reservas internacionais. No período seguinte ao lançamento do plano real, de 1995 a 1998, os juros se mantiveram elevados quando comparados aos níveis internacionais, isso fez com que ele também se tornasse mais uma âncora para os preços, além da cambial, porém com resultados devastadores para a dívida e para o crescimento (CASTRO, 2005, p.162).

Ao contrário do que havia ocorrido anteriormente[5], o plano real obteve êxito no controle da inflação, as taxas anuais de variação dos preços foram reduzidas de forma significativa entre 1995 e 1998. Porém juntamente com o sucesso do plano, a situação macroeconômica se deteriorava em função do crescente desequilíbrio externo e de uma crise fiscal aguda (GIAMBIAGI, 2005, p.169).

III.3- Janeiro de 1999 a 2009: regime de câmbio flutuante

Segundo os autores Souza e Hoff (2006) em trabalho intitulado *"O Regime Cambial Brasileiro: 7 Anos de Flutuação"* e, posteriormente em outro estudo realizado por Hoff (2009), o período de janeiro de 1999 a 2009 – correspondente a terceira seção do último capítulo da presente pesquisa – pode ser dividido em 7 fases distintas, que serão expressadas de maneira cronológica com o objetivo de destacar em cada uma delas qual foi a postura adotada e a forma de atuação do Banco Central frente a realidades econômicas distintas.

[5] O autor refere-se aos planos de estabilização ocorridos anteriormente, onde o objetivo de contenção da inflação inicialmente era atingido, porém logo após a implementação do plano essa contenção não se sustentava e a inflação retornava ainda mais forte.

FASE 1 – JANEIRO A MARÇO DE 1999

Em 1999, assim como ocorreu com muitas economias emergentes[6] ao longo da década de 1990, o Brasil se encontrava diante de uma situação delicada do ponto de vista econômico devido a queda brusca de reservas internacionais e do forte ataque especulativo. Portanto seria insustentável a permanência do regime cambial até então adotado, dessa forma foi introduzido o regime de câmbio flutuante (CARVALHO, 2007, p.373)

Autores como Calvo e Reinhart (2002) iniciaram o processo de estudo de indicadores que buscava levantar se o caráter do regime de flutuação cambial era inteiramente puro. O objetivo principal desses autores, e de muitos outros seguidores dessa linha de pesquisa, era de avaliar, nesses países que declaravam utilizar o câmbio flutuante, a política econômica adotada a fim de identificar a realidade cambial. A proposta dos indicadores contidos nesses estudos era de ressaltar as verdadeiras características de cada arranjo cambial, uma vez que em muitos países, especialmente nos países emergentes, a modalidade cambial se distanciava do que poderíamos chamar de livre flutuação. Na verdade, esses países praticavam formas maquiadas de fixação da taxa de câmbio, por isso os autores acima denominaram essa situação como *"medo de flutuação"*. Carvalho (2007) nos chama atenção para os fatores comuns aos países detentores desse *"medo",* uma vez que se tratavam de *"economias particularmente vulneráveis a choques cambiais em razões de suas elevadas dívidas em moeda estrangeira"*. Dessa forma, esses países tentavam, através de intervenções cambiais, se proteger dos resultados perversos das variações cambiais em sua economia (CARVALHO, 2007, p.373)

Nesse contexto, autores como Souza e Hoff (2006), ressaltam que podemos observar em muitos casos um grande distanciamento entre regimes cambiais *de facto*

[6] Ainda segundo o autor, crises semelhantes a brasileira, que fizeram com que os países trocassem do câmbio fixo para o flutuante, ocorreram no México em 1994, Leste Asiático em 1997, Rússia em 1998, Argentina e Turquia em 2001 e Uruguai em 2002.

(verdadeiro) e regimes cambiais *de jure* (declarado). Além disso, os regimes cambiais flutuantes se aproximariam mais de câmbio fixo com roupagem de câmbio flutuante. Explicam ainda a ideia contida nos Indicadores Calvo-Reinhart (2000) de que no caso de uma "*flutuação genuína"*, a volatilidade da taxa de câmbio mostra-se elevada. Contudo, quando não há interferência no mercado de câmbio visando controlar as cotações de moeda estrangeira e a taxa de juros é fixada com a finalidade de perseguir metas internas de política econômica*,* conseguimos observar que tanto as variações das reservas internacionais quanto da taxa de juros são relativamente baixas. Assim, em análises a partir da utilização desses indicadores citados acima, são realizadas medições da frequência, durante um período estabelecido, em que as volatilidades das reservas, da taxa de câmbio e da taxa de juros ficam dentro de intervalos pré-determinados (SOUZA, 2006, p.3).

As autoridades monetárias brasileiras afirmam que no Brasil o regime cambial implementado desde 1999 sempre ocorreu de forma livre, portanto, segundo o próprio governo, trata-se de um regime de flutuação pura. A explicação do governo é que intervenções realizadas não tiveram pretensão de influenciar a taxa de câmbio. Assim, as vezes em que o Banco Central interviu na economia mediante compra de moeda estrangeira, foram justificadas como medidas pontuais para correção do funcionamento de mercado que se encontrava com excesso de volatilidade. Já nos momentos em que o BACEN atuou vendendo moeda estrangeira em fases de apreciação cambial, foram explicados como estratégia para acumulação de reservas. Diante dessas afirmativas acima, Carvalho (2007) levanta o questionamento se no caso brasileiro não haveria um regime flutuante *de jure*, porém na prática o que tínhamos era uma estabilização da taxa de câmbio *de facto.* Ou seja, existiria um distanciamento entre o regime cambial declarado pelo governo e o regime que, efetivamente, era utilizado? (CARVALHO, 2007, p.373).

Após somente quarenta e cinco dias da implantação do regime de flutuação cambial, a taxa de câmbio cresceu vertiginosamente devido ao grande desequilíbrio no mercado cambial causado pela saída líquida intensa de capitais provocada pela incerteza do futuro da política econômica que viria em seguida. Embora tenha permitido a flutuação do real, o

Banco Central interviu vendendo[7] moeda estrangeira no mercado de câmbio com o objetivo de controlar a desvalorização da moeda doméstica. Entretanto, a tentativa de contenção da desvalorização não obteve resultado satisfatório e a taxa de câmbio sofreu uma desvalorização de aproximadamente 60% (SOUZA, 2006, p.9).

Pode-se verificar, por meio das diretrizes de política monetária[8] datada do dia 04 de Março de 1999, a preocupação em passar ao mercado, até então em turbulência, o direcionamento que seria adotado. Com a intenção de elucidar esse momento, o trecho abaixo foi retirado das Notas da 33ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (COPOM):

> "...Considerando-se o novo regime cambial, é essencial transmitir à sociedade que a economia não opera sem âncora nominal e que o Banco Central possui capacidade de atuação. Nesse sentido, o desempenho da autoridade monetária passará a pautar-se pelo comprometimento com o controle da taxa de inflação".
>
> "...Dadas as expectativas de trajetória ascendente da inflação, o nível atual da taxa de juros foi considerado abaixo do desejado. Ponderou-se, também, que a volatilidade da taxa de câmbio exigia a atuação da autoridade monetária".

Somente após quase três meses do lançamento do regime flutuante, em março de 99, a taxa de câmbio começou a apresentar sinais de queda, o que deveu-se aos seguintes fatores: a)divulgação da confirmação de Armínio Fraga Neto para a presidência do Banco Central, b) melhora nas expectativas dos agentes em relação ao rumo da política monetária, que veio acompanhada de uma forte alta nos juros, c) sucesso da revisão do acordo com o FMI.

Aos poucos, o regime de câmbio flutuante parecia mais claro aos agentes econômicos, tendo assim maior credibilidade. A intervenção do Banco Central seria admitida em duas situações específicas: a primeira seria se contrapor frente a uma situação de desequilíbrio do mercado, já a segunda situação seria para atender as necessidades de

[7] Essas vendas somavam, do início do regime de câmbio flutuante até Março de 1999, US$ 3,1 bilhões.
[8] O documento está disponibilizado em: *Notas da 33ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (COPOM)*, http://www.bcb.gov.br/?COPOM33.

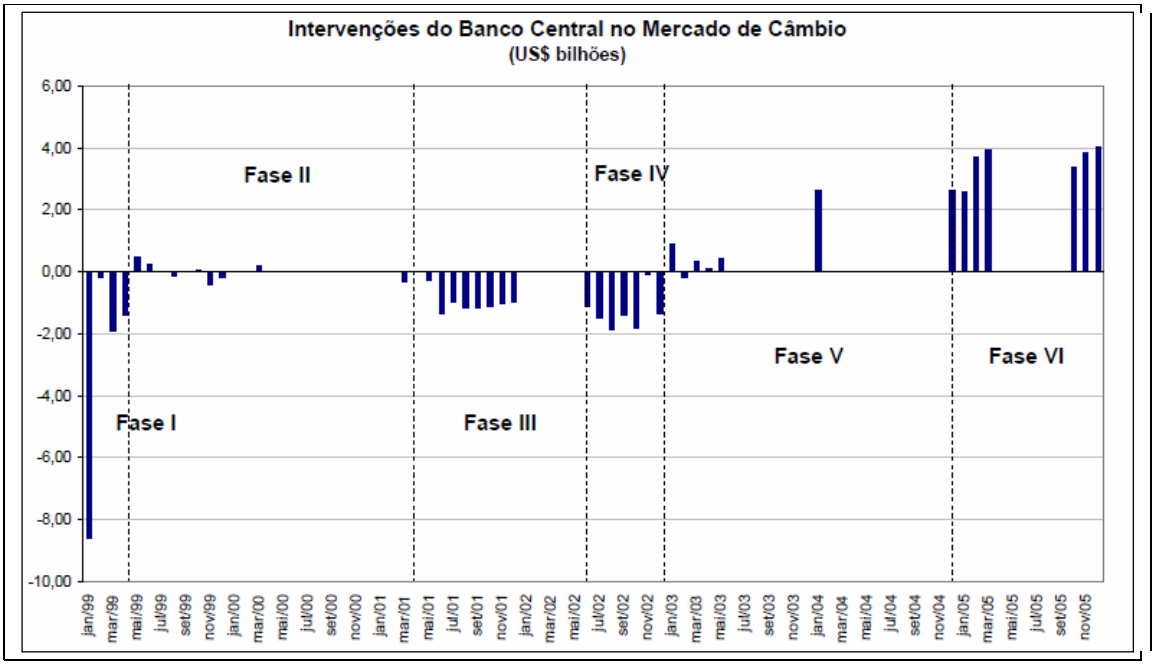
financiamento do balanço de pagamento. Segundo os autores, a primeira forma para intervenção se mostra condizente com um regime de "*flutuação tão pura quanto possível"*, em referência ao regime cambial adotado nos EUA durante o primeiro governo Reagan. Já o segundo motivo para intervenção dado, na visão dos autores, não indica um regime de flutuação livre, uma vez que nesse regime é a movimentação livre da taxa de câmbio que ajustaria o saldo em conta corrente com o financiamento disponível do balanço de pagamentos, e não o contrário.

FASE 2 – ABRIL DE 1999 A MARÇO DE 2001

Logo no início do período ocorreu uma rápida queda da taxa de juros, que a partir do meio do ano fluiu de forma mais equilibrada. A influência da taxa de câmbio na condução da política de juros passou a ser de forma indireta, e somente era verificada quando grandes aumentos da taxa de câmbio geravam consequentes elevações na taxa de inflação. Não foi observada a utilização de reservas com a finalidade de estabilização da taxa de câmbio (SOUZA e HOFF, 2006, p.11).

No **Gráfico** (3), pode-se visualizar que, durante o período relacionado ao segundo trimestre de 1999 até primeiro trimestre de 2001, as intervenções do BACEN foram raras, e foi o mais próximo que o Brasil esteve do regime de flutuação pura.

Gráfico 3: Fases das intervenções no mercado de câmbio (1999-2005)



FONTE: SOUZA e HOFF, 2006, O Regime Cambial Brasileiro: 7 Anos de Flutuação.

Seis meses após a adoção do câmbio flutuante, tinha-se um novo quadro de política macroeconômica sendo formado, que foi finalizado com a implantação do sistema de metas inflacionárias. Fazia parte desse novo contexto econômico a geração de elevados superávits primários nas contas públicas. A principal ferramenta utilizada para atingir as metas de inflação seria a taxa de juros básica da economia. Já a taxa de câmbio, que antes realizava o papel de âncora cambial para os preços, passou a ser flutuante e serviria como meio de ajuste dos desequilíbrios do balanço de pagamentos. O iniciante regime cambial, após passar pelo crivo de provas que colocaram em risco sua reputação devido a oscilações entre estabilidade e grande volatilidade, obteve uma ampla aceitação entre economistas e governo (SOUZA, 2006, p.1).

Souza e Hoff (2006) chamam atenção para a possibilidade dos indicadores de Calvo e Reinhart de medo de flutuação falharem no caso de uma análise do período em questão

(Abril de 1999 a Março de 2001). Essa falha de análise decorreria da associação da forte queda dos juros, observada no período, com uma das características inerentes ao medo de flutuar, que é a alta volatilidade da taxa de juros. Porém, essa queda não possuiu relação alguma com tentativas de controle da taxa de câmbio. Portanto, os autores afirmam que *"na ausência de grandes turbulências, o Brasil não teve medo de flutuar"* (SOUZA, 2006, p.11).

FASE 3 – ABRIL DE 2001 A MAI0 DE 2002

No período de 1999 até 2002, ocorreram situações adversas difíceis no cenário externo. Giambiagi (2005) aponta como razões principais para se entender o contexto eram: (i) maior crise econômica na Argentina em 100 anos; (ii) redução dos mercados consumidores na América Latina; (iii) as consequências dos atentados terrorista às Torres Gêmeas; a desvalorização do euro; (iv) escassez de crédito nos mercados internacionais e (v) forte queda das exportações brasileiras entre 1998 e 2002. Todos os fatores acima citados levaram a necessidade de intervenção para a desvalorização do câmbio, gerando efeitos perversos sobre os níveis de preços e dos juros, que eram influenciados pela necessidade de conter maiores índices de inflação, oriunda da taxa de câmbio (GIAMBIAGI, 2005,p.191).

Aliadas as dificuldades impostas pelo cenário externo, internamente, dois fatores influenciavam a piora – se comparada ao período anterior, FASE 2 – da conjuntura econômica: a mudança brusca da base de sustentação do governo e a crise energética que castigava o país. Assim, conjugou-se uma retração nos fluxos de capitais e um aumento da demanda por *hedge* cambial por parte das empresas que detinham passivos em dólar. Demanda essa que teve sua necessidade comprovada com o quadro que se seguiu, uma vez que a combinação fatal de redução da oferta de moeda estrangeira com o aumento da sua demanda geraria uma forte pressão no mercado de câmbio (SOUZA e HOFF, 2006, p.12).

A grande instabilidade do mercado e a crescente desvalorização da moeda fez com que o Banco Central voltasse sua atenção para os impactos desse arranjo sobre a inflação. O governo atuaria de três maneiras com o objetivo de controlar a elevação da taxa de câmbio: emitindo maior número de títulos públicos atrelados ao dólar; vendendo reservas no mercado de câmbio e a atuando na reversão trajetória de queda da taxa de juros básica da economia (taxa Selic). Mesmo em meio a um cenário conturbado e com a adoção das medidas citadas anteriormente, o Banco Central, adotou ainda a *"ração diária"*, onde o principal objetivo era reverter o quadro de escassez de dólares que o governo tinha a previsão que ocorreria. A medida consistia no anúncio de que o Banco Central venderia US$ 50,0 milhões por dia ao longo do segundo semestre do ano, aliado a isso ele ainda declarava a intenção de permanecer com essa política no ano seguinte. O Banco Central tomava tais medidas e as julgava serem compatíveis com um regime de câmbio flutuante, pois ele justificava que apenas estava evitando distorções geradas pelo mercado. A *"ração diária"* foi adotada até o momento que foi verificada a reversão do cenário e teve-se apreciação cambial, a partir daí não ocorreu mais a prática de venda diárias de dólares. Nos cinco meses subsequentes não foram observadas novas intervenções no mercado de câmbio, o que levou o regime cambial, novamente, próximo a flutuação pura. Contudo, em março de 2002, o BACEN lançou uma nova forma de intervenção no mercado de câmbio, através da venda de *swaps* (SOUZA e HOFF, 2006, p.12-13)

FASE 4 – JUNHO A DEZEMBRO DE 2002

Em função da possibilidade de que o Partido dos Trabalhados pudesse assumir a presidência, surgia uma nova crise de confiança no Brasil. Situação ainda mais agravada quando somadas as turbulências do cenário externo em função de dois motivos principais: o aprofundamento da crise já existente na Argentina e a notícia de fraude fiscal em grandes corporações norte-americanas. Nesse contexto, o mercado internacional colocava-se como avesso ao risco e contraía-se. Como consequência dessa conjugação de fatores acima, ocorreu uma forte depreciação do real. Em relação ao mercado de câmbio, nessa fase seriam gerados efeitos ainda mais devastadores para a economia brasileira do que em 2001.

Para fazer frente ao cenário nada amistoso em que a economia brasileira se encontrava, o BACEN elevou a taxa de juros e retomaram fortes intervenções no mercado cambial. Foi realizado um novo acordo com o Fundo Monetário Internacional, onde o Banco Central teria o seu poder de intervenção no mercado de câmbio ampliado, uma vez que existiria uma redução do piso líquido das reservas de US$ 15 bilhões para US$ 5 bilhões. Os autores caracterizam o período do segundo semestre de 2002 como o de maior intervenção do Banco Central através da venda de reservas desde 1999, quando foi iniciado o regime de câmbio flutuante no Brasil (SOUZA e HOFF, 2006, p.15)

Mesmo com tamanho esforço do governo para conter a subida da taxa de câmbio, a mesma apresentou um aumento de 64%. Além disso, era nítido que havia um desalinhamento entre a inflação efetiva e a meta inflacionária perseguida. Com isso, não só a política cambial, mas também a política monetária estaria perdendo credibilidade.

FASE 5 – JANEIRO DE 2003 A DEZEMBRO DE 2004

Passada as eleições e a partir da confirmação de que não seriam promovidas maiores rupturas com a política econômica que já vinha sendo adotada e o alinhamento com as metas do FMI, o mercado voltou a se acalmar e a crise de confiança deu lugar a um ambiente estável da economia. Alguns números comprovaram a intenção do novo governo de sinalizar ao mercado que o modelo adotado seria mantido: a taxa Selic aumentou de 22% para 25% e depois para 26,5%; a meta para o superávit primário foi verificado acima da sugerida pelo FMI (fixando-se em 4,25%). Em consequência dessas medidas houve uma queda no risco-país e a taxa de câmbio sofreu grande apreciação (SOUZA e HOFF, 2006, p.16).

Em 2003 começou a ser adotada uma prática agressiva de resgate dos títulos públicos cambiais. A diminuição da exposição da dívida pública em relação ao câmbio foi

possível devido a queda da demanda por *hedge* cambial. Do período de janeiro de 2003 a janeiro de 2004, devido ao cenário mais confortável em que se encontrava a economia brasileira, não foi verificada grande intervenção do Banco Central no mercado de câmbio por meio de venda de reservas, ocorrendo apenas alguns movimentos em fevereiro de 2003 e em janeiro de 2004, esse último é especialmente ressaltado pelos autores por ter ocorrido substancial intervenção com a compra de USD 2,6 bilhões sem que houvesse qualquer justificativa apresentada pelo Banco Central do Brasil. O instrumento da taxa de juros foi sendo administrado para baixo com cautela em virtude da grande alta observada nos meses finais de 2002 e logo no início de 2003 (SOUZA e HOFF, 2006, p.16).

FASE 6 – JANEIRO A DEZEMBRO DE 2005

O Banco Central mantinha o seu discurso de que as compras realizadas do Tesouro visava o acúmulo de reservas e portanto não existia o objetivo de influenciar a taxa de câmbio. O observado foi que o ritmo de compra de divisas foi intensificado, chegando em março de 2005 a somar USD 12,9 bilhões. Diante de uma demanda crescente no mercado futuro por reais e tendo em vista que chegará ao fim os resgates dos títulos cambiais, a atuação do BACEN se deu através da compra de dólares no mercado futuro, com os chamados *swaps* reversos, assim entre fevereiro e março foram disponibilizados aproximadamente USD 9,0 bilhões dessa modalidade (SOUZA e HOFF, 2006, p.17).

A taxa de câmbio, no mês de março de 2005, interrompeu sua trajetória de queda e se depreciou. Esse novo direcionamento da taxa de câmbio pode ser explicada em função do impacto das intervenções ocorridos no mercado à vista e na venda de *swaps* reversos, uma vez que as duas frentes de atuação do Banco Central foram realizadas com montantes bastante expressivos. Um outro fator que também pode explicar a taxa de câmbio foi o anúncio por parte do COPOM em fevereiro de 2005 de que haveria possibilidade de ocorrer, a qualquer momento, a interrupção da ascendência da taxa de juros, além disso a ata também chamava a atenção para a elevação da taxa de juros de longo prazo dos EUA,

modificando dessa forma o quadro da economia internacional (SOUZA e HOFF, 2006, p.17).

Em abril, a taxa de câmbio se direcionou para o caminho inverso, e aconteceu uma valorização cambial. Essa mudança de trajetória foi consequência da determinação de março do COPOM, que voltou a ser rígida somada a atitude de abril do Banco Central, quando, sem anúncio prévio, decidiu parar com as compras no mercado à vista e com a colocação de *swaps* reversos no mercado. Muitos autores argumentam que o motivo pelo qual o BACEN tomou as medidas – interrupção de compras no mercado à vista e a colocação de *swaps* reversos – foram os onerosos custos da intervenções que elevavam ainda mais a dívida pública, que já se encontrava acentuada em função do aumento dos juros (SOUZA e HOFF, 2006, p.18).

Em resumo, o período de dezembro a março de 2005, é indicado como um período em que as intervenções do Banco Central obtiveram sucesso no sentido de conter valorizações mais intensas, porém as mesmas não foram suficientemente eficazes a ponto de desvalorizar a taxa de câmbio ao nível desejado, ou seja, elas serviram como barreira de contenção, mas foram a solução para o problema observado.

De abril a setembro de 2005, pôde-se observar a não intervenção do Banco Central no mercado, e o real voltou a se apreciar. Em função de uma extrema valorização cambial, o BACEN interviu no mercado à vista e realizou uma expressiva compra de dólares em outubro. Já em seguida, em novembro, a intervenção foi por meio da recolocação de *swaps* reversos, quando ainda anunciou que em dezembro seriam vendidos US$ 500 milhões diariamente, assumindo dessa forma uma posição de interferência crescente na taxa de câmbio. Entretanto, assim como observado no período anterior, as intervenções realizadas – com elevado custo fiscal – serviram para evitar a apreciação ainda maior da taxa de câmbio, porém não conseguiram dar um direcionamento diferente à tendência da valorização cambial (SOUZA e HOFF, 2006, p.18).

O intervalo de outubro de 2005 ao último trimestre de 2007 contemplou o seguinte quadro econômico: trajetória declinante da taxa de juros, forte queda do risco-país e permanência das expectativas de apreciação cambial. Essa expectativa sobre a taxa de câmbio superou os efeitos da diminuição da taxa de juros, assim os ativos em real continuaram a chamar atenção do mercado. Em relação a balança comercial, verificou-se um saldo maior do que US$ 40 bilhões, que pode ser explicado em função do grande volume exportado nos anos anteriores e do comportamento estável dos preços. Em janeiro de 2007 a taxa de câmbio caminhava na direção desejada e alcançava seu piso em agosto de 2008 (Hoff, 2009, p.126-127)

FASE 7 – A PARTIR DE AGOSTO DE 2007

Essa última fase do regime de câmbio brasileiro, iniciada em agosto de 2007 com o advento da crise do *subprime*, até então restrita a economia americana. Em resposta ao cenário incerto da crise ocorreu uma desvalorização do real, que não se prolongou por muito tempo, pois logo em seguida, em setembro a taxa de câmbio já havia retornado a se apreciar.

A fase também é caracterizada pela pausa provisória, por parte do Banco Central, das intervenções de compras de reservas, que no período anterior foi marcado pela movimentação de montantes expressivos. Em setembro de 2007 o BACEN retorna atuando através da sua política de compra de reservas e rolagem de *swaps* reversos, medidas que se mostraram infelizes para conter a apreciação cambial. Na **Tabela** (2), logo abaixo, pode-se verificar que a taxa de câmbio efetiva estava sempre abaixo do nível ideal de 100.

Tabela 2: Fluxo Cambial (em US$ bilhões)

	Comercial (a)	Financeiro (b)	Saldo (a+b)	Compras (+) e Vendas (-) do BC	Variação na Posição dos Bancos[1]
2007-III	14,4	4,1	18,4	10,0	8,4
2007-IV	16,5	0,9	17,4	11,6	5,8
2008-I	13,5	-4,6	8,9	6,7	2,2
2008-II	16,1	-10,1	6,0	8,5	-2,5
2008-III	13,7	-11,5	2,3	2,5	-0,2
2008-IV	4,6	-18,2	-13,5	-23,1	9,6
2009-I	6,5	-9,5	-3,0	-2,5	-0,5
2009-II	6,3	-0,7	5,6	11,1	-5,5

(1) Estimado pela diferença entre o saldo do mercado primário e as compras/vendas do BC. (+) significa aumento da posição comprada, (-) significa redução da posição comprada.

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL (HOFF, 2009, p.128)

Nessa fase foi verificada a deterioração do saldo em transações correntes, além do declínio das exportações e, em contrapartida, o aumento das importações. Ainda havia, até o terceiro trimestre de 2008, excesso de divisas no mercado de câmbio, assim o BACEN comprava a maior parte dessa sobra. Em menor parte, esse excesso de dólares era comprado pelos bancos comerciais, porém como os mesmos não tinham o objetivo de elevar muito as suas reservas, a taxa de câmbio permanecia em queda. Nos últimos meses de 2008 a crise explodiu e gerou reflexos globais, atingindo o Brasil e levando a um grande desequilíbrio no mercado de câmbio e em consequência disso foi percebida a depreciação da taxa de câmbio (HOFF, 2009, p.128-129).

Diante desse contexto, o Banco Central voltou a intervir no último trimestre de 2008 por meio da disponibilidade de *swaps* cambiais e através da venda de US$ 23 bilhões de reservas. Essas intervenções foram essenciais para conter a depreciação cambial. O mercado brasileiro sofreu as consequências da crise que abatia a economia global, verificou-se que, tanto grandes empresas exportadoras quanto empresas menores, expressaram ter prejuízos relacionados a operações com derivativos cambiais, segundo HOFF (2009) foram os chamados “derivativos tóxicos”. Em janeiro de 2009, ocorreu o

movimento simultâneo de redução da saída de capitais e restabelecimento do fluxo comercial, porém numa escala bem menor do que antes da crise. A trajetória que vinha ocorrendo de desvalorização cambial começou a se reverter e em seguida já foi verificado novamente uma apreciação do câmbio maior do que o governo classificava como ideal.

CONCLUSÃO

Caracterizando o regime cambial brasileiro no período de 1994 a 2009, pode-se dizer que existem dois períodos grandes distintos entre si pela forma de condução da política cambial.

No primeiro período, que vai de março de 1995 a dezembro de 1998, verificou-se o regime cambial *crawling peg*, uma vez que se tratou de um período a partir do qual o governo se utilizou das âncoras cambial e de juros para intervir no mercado e conter a elevação dos preços da economia, buscando evitar assim os efeitos perversos da tão temida inflação.

Durante os anos de 1999 até 2009, onde é delimitado o segundo período desse estudo, o Banco Central do Brasil não estabeleceu âncoras e, segundo ele mesmo, deixou com que o câmbio flutuasse a partir do funcionamento do mercado. Porém, verificou-se através de dados e ações levantados que a política *de facto* foi diferente da política *de jure*. Embora o BACEN não tenha realmente estabelecido uma taxa de câmbio fixa para economia, ele também não a deixou flutuar livremente, assim como faz praticamente todos os bancos centrais de forma mais ou menos intervencionista.

Ainda nesse segundo período, existiram várias fases com características diferentes, assim o mesmo foi dividido em sete fases. Caracterizou-se como fator comum entre essas fases o caráter pragmático das intervenções, pois ora elas se davam por um determinado motivo e ora por outro, assim não foram verificadas regras suficientemente claras para a atuação via intervenção do Banco Central. De forma geral, diante de um cenário de turbulência o governo realizava a intervenção, através da compra e venda de reservas, colocação de *swaps*, entre outros. E quando o mercado não demonstrava maiores instabilidades o BACEN não intervinha deixando com que a taxa de câmbio fosse

determinada livremente. Em função dessas intervenções pode-se concluir que a flutuação administrada ou flutuação suja foi preponderante durante o segundo período analisado pelo presente estudo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARCHER, A.; Foreign exchange market intervention: methods and tactics. **BIS Papers**, n.24, Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications, 2005.

CALVO, Guilhermo; REINHART, Carmem. Fear of floating. **NBER Working Paper**, nº7993. 2000.

CARVALHO, B.; GARCIA, M.; Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties. **NBER Working Paper**, n.12283. 2006.

CARVALHO, Fernando Cardim et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria a Política**. 1º Edição. Rio de Janeiro: Campus, p.126-162. 2001.

CARVALHO, Fernando Cardim et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria a Política**. 2º Edição Rio de Janeiro: Campus, p.340-373. 2007.

CASTRO, Lavínia Barros de. Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 90. In: GIAMBIAGI, Fábio et al. **Economia brasileira contemporânea** (1945-2004). Rio de Janeiro: Elsevier, p.157-162. 2005.

EPSTEIN, G.; Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries : an Introduction. **PERI Working Paper**, n.340. Cheltenham: Edward Elgar Press. 2005.

FRANKEL, Jefrey A.; Experience of a Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies. **NBER Working Paper,** n. 10032, 2003. 39p.

FRANKEL, Jefrey A.; No single currency regime is right for all countries or at all times. **NBER Working Paper**, n.7338, 1999. 41p.

GIAMBIAGI, Fábio et al. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945-2004). Rio de Janeiro: Elsevier, p.169-191. 2005.

GREGORIO, José; TOKMAN, Andrea. Flexible exchange rate regime and forex intervention. **BIS Papers**, n.24, Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications, 2005.

HOFF, C. R. **Aprendizado e Desafios do Regime de Câmbio Flutuante no Brasil**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2009. 146p. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.

KRUGMAN, Paul R.; OBSTELD. M.; **Economia Internacional: teoria e política**. 5º ed. São Paulo: Makron Books, p.502-615. 2004.

MAGUD, N.; REINHART, C.; Capital Controls: An Evaluation. **NBER Papers** , n.11973. 2006.

MASSA, Isabella.; **Capital controls in a global economy: in search of a coordinated truce**. London: Overseas Development Institute (ODI) n.5441, 2011. Disponível em: <http://www.odi.org.uk/resources/download/5441.pdf>Acesso em: 02 abr. 2011.

MIHALJEK, Dubravko. Survey of Central Banks views on effects of intervention. **BIS Papers**, n. 24. Foreign Exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications, 2005.

MORENO, Ramon. Motives for intervention. **BIS Papers**, n.24, Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications, 2005.

OCAMPO, J.; PALMA, J. G.; 'The Role of Preventive Capital Account Regulations' In: OCAMPO, J.; STIGLITZ, J. et al. **Capital Market Liberalization and Development**. New York: Oxford University Press. 2008.

SEABRA, F. O modelo de bandas cambiais e a variabilidade da taxa de câmbio. **Estudos Econômicos**, São Paulo, V.28, N.2, p.199-224, abr./jun. 1998.

SILVA, Maria L. F.; Plano Real e âncora cambial. **Revista de Economia Política**, V.22, N.3 (87), julho-setembro 2002.

SOUZA, F. E. P.; HOFF, C. R. **O regime cambial brasileiro: 7 anos de flutuação**. Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/conjuntura/artigos_academicos/index.php. 2006.

ZINI JR., Álvaro A. Política cambial com liberdade ao câmbio. In: BAUMANN, Renato (org.). **O Brasil e a Economia Global**. Rio de Janeiro: Campus: SOBEET, p.119-130, 1996.

_____; Ata da 33ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (COPOM), de 04 de março de 1999. Dispõe sobre o sistema de metas para inflação. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COPOM33> Acesso em 04 dez. 2010. 1999.

ANEXOS: LISTAS DE GRÁFICOS, TABELAS, ABREVIATURAS E SIGLAS

LISTAS DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: O MERCADO DE CÂMBIO 12

GRÁFICO 2 : FERRAMENTAS USADAS NAS INTERVENÇÕES 29

GRÁFICO 3: FASES DAS INTERVENÇÕES NO MERCADO DE CÂMBIO (1999-2005) 34

LISTAS DE TABELAS

TABELA 1: A TAXONOMIA DAS INTERVENÇÕES 21

TABELA 2: FLUXO CAMBIAL (EM US$ BILHÕES) 41

LISTAS DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN: BANCO CENTRAL DO BRASIL

BIS: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS

BM&FBOVESPA: BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO

COPOM: COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

CVM: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

EUA: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA

FMI: FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL

IOF: IMPOSTO SOBRE OPERAÇÕES FINANCEIRAS

SELIC: SISTEMA ESPECIAL DE LIQUIDAÇÃO E CUSTODIA DE TÍTULOS PÚBLICOS

USD: UNITED STATE DOLAR