

**A gestão do regime de câmbio
flutuante nos países emergentes**

Daniela Magalhães Prates

**Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 133 set. 2007.
ISSN 0103-9466**

A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes

Daniela Magalhães Prates¹

Introdução

No contexto atual de globalização financeira,² a escolha do regime cambial – que se refere à forma de determinação da taxa de câmbio – constitui uma decisão estratégica de política econômica para os países periféricos (ou em desenvolvimento) que se inseriram no processo de globalização financeira a partir dos anos 1990, denominados de países emergentes.³ As políticas de câmbio administrado (fixo ou bandas cambiais), que prevaleceram nesses países até meados da década de 1990, tiveram o mérito de garantir a estabilidade da taxa de câmbio nominal, um dos preços-chave das economias capitalistas, mas se revelaram extremamente suscetíveis à apreciação da taxa de câmbio real e a ataques especulativos, que culminaram em sucessivas crises cambiais na segunda metade daquela década, dentre as quais a crise brasileira de 1998-1999.

Após essas crises, aquelas políticas cederam lugar aos regimes de câmbio flutuante. Contudo, apesar da maioria dos países emergentes adotar “*de jure*” este regime, “*de facto*” as respectivas autoridades monetárias procuram deter os movimentos da sua taxa de câmbio mediante intervenções ativas nos

(1) Professora-doutora do Instituto de Economia da Universidade de Campinas (Unicamp), pesquisadora do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica desse Instituto e pesquisadora do CNPq.

(2) A globalização financeira refere-se à eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros, somada à interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais (*onshore*) e sua integração aos mercados globalizados (*offshore*) (Chesnais, 1996). Esse ambiente foi um dos desdobramentos dos processos de liberalização financeira interna e externa no âmbito dos países centrais ao longo dos anos 1970 e 1980 e constitui uma das características centrais do sistema financeiro internacional contemporâneo, ao lado da predominância do mercado de capitais vis-à-vis o mercado de crédito bancário – resultado, por sua vez, dos processos de securitização das dívidas, institucionalização das poupanças e proliferação de inovações financeiras (com destaque para os derivativos financeiros).

(3) Daqui por diante, os termos países emergentes, países periféricos e países em desenvolvimento serão utilizados como sinônimos.

mercados cambiais. Em outras palavras, o regime cambial predominante no período pós-crise constitui, na realidade, o regime de flutuação suja, com graus diferenciados de intervenção, nos quais a presença dos bancos centrais é a regra e não a exceção. Nos termos de Calvo e Reinhart (2003), esses países teriam “*fear of floating*”, ou seja, “medo de flutuar”.

O “medo de flutuar” decorre, principalmente, de algumas características estruturais desses países, associadas, em grande medida, à natureza não-conversível de suas moedas, dentre as quais: a maior volatilidade dos fluxos de capitais; a menor dimensão dos mercados de câmbio e financeiros vis-à-vis esses fluxos; o “descasamento de moedas” (*currency mismatch*), associado ao acúmulo de passivos externos e internos denominados em moeda estrangeira; o *pass-through* mais elevado das variações cambiais aos preços; e a menor capacidade de ajuste do setor externo a essas variações, devido, por exemplo, à menor diversificação das pautas de exportação (Grenville, 2000; Mohanty; Scatigna, 2005).

Como esclarece Ocampo (2000), em função dessas especificidades, o regime cambial nesses países, emissores de moedas inconvertíveis, está sujeito a duas demandas conflituosas num contexto de abertura financeira (e, *pour cause*, reduzido grau de liberdade da gestão macroeconômica doméstica). Por um lado, a demanda por estabilidade, associada à necessidade de: manter uma taxa de câmbio real competitiva; conter os efeitos pró-cíclicos das flutuações cambiais, provocadas pelos ciclos de “*boom-burst*” de fluxos de capitais, sobre a situação financeira dos agentes com passivos denominados em moeda estrangeira; e garantir uma âncora para os preços internos. Por outro lado, a demanda por flexibilidade: em primeiro lugar, variações da taxa de câmbio nominal contribuem para o ajuste da taxa de câmbio real frente a mudanças nos termos de troca ou na taxa de crescimento dos parceiros comerciais; em segundo lugar, a taxa de câmbio desempenha um papel essencial na absorção, no curto prazo, dos efeitos dos choques positivos ou negativos provocados pela volatilidade dos fluxos de capitais. A preferência das autoridades econômicas dos países

emergentes pelos regimes intermediários buscaria, exatamente, conciliar essas demandas conflituosas.⁴

A adoção deste regime cambial, intermediário entre as soluções polares (câmbio fixo ou flutuação pura), também estaria associada à chamada “demanda precaucional” por reservas, que tem sido considerada uma estratégia racional das autoridades monetárias dos países emergentes no contexto das finanças globalizadas e liberalizadas (Aizenman et al., 2004, Dooley et al., 2004 e 2005). Assim, as intervenções constantes e, em alguns casos, expressivas, dos bancos centrais nos mercados de câmbio mediante a compra de divisas estariam vinculadas, igualmente, à ampliação da capacidade potencial de sustentação da liquidez externa em momentos de reversão dos fluxos de capitais por meio do aumento no estoque de reservas oficiais. Aizenman et al. (2004) fornecem, inclusive, evidências empíricas de que a demanda precaucional (nos termos desses autores, o *self-insurance motive*) constituiria o principal determinante do acúmulo de reservas por esses países após as crises financeiras dos anos 1990, se revelando mais relevante do que a manutenção de uma taxa de câmbio competitiva – conclusão que coloca em xeque o argumento “mercantilista”, de que os países emergentes, sobretudo os asiáticos, intervêm nos mercados de câmbio para evitar a apreciação das suas moedas. Já para Rodrik (2006), a manutenção de reservas elevadas é o preço a ser pago pelos governos dos países em desenvolvimento que não desejam ou são incapazes de regular os fluxos de capitais, devido, entre outras razões, aos interesses financeiros contrários a esta segunda alternativa.⁵

(4) Todavia, segundo Ocampo, a capacidade dos regimes intermediários ampliarem o grau de liberdade da gestão macroeconômica nos países periféricos, permitindo a adoção de políticas anticíclicas ao longo dos ciclos de liquidez internacional, dependeria, igualmente da existência de controles sobre os fluxos de capitais: “*The ability of a flexible exchange rate regime to smooth out the effects of externally generate boom-burst cycle (...) depend on the capacity to effectively manage an anti-cyclical monetary and credit policy without enhancing pro-cyclical exchange rate patterns. This is only possible in managed exchange rate regimes cum capital account regulation.*” (Ocampo, 2000, p. 18).

(5) “*...developing countries on the whole have respond to financial globalization in a highly unbalanced and far-from optimal manner. They have over-invested in the costly strategy of reserve accumulation and under-invested in capital account management policies to reduce their short-term foreign liabilities. The reasons are perhaps not hard to fathom. Unlike reserve accumulation, controls on short-term borrowing hurt powerful financial interest, both at home and abroad.*” (Rodrik, 2006, p. 12).

Todavia, apesar da adoção quase generalizada do regime de câmbio flutuante nos países emergentes no contexto pós-crise – que se combinou, na maioria dos casos, com políticas monetárias de metas de inflação, constituindo o binômio “câmbio flutuante-metas de inflação” – não existe um padrão ou modelo geral utilizado. Pelo contrário, assim como no caso dos regimes de metas de inflação,⁶ os países se diferenciam em relação ao *modus operandi* da sua política de flutuação cambial. Este texto pretende apresentar as principais questões conceituais, teóricas e analíticas referentes à gestão cambial nos países emergentes (seção 1), bem como examinar essa gestão numa amostra de países emergentes que adotaram, na sua maioria, regimes macroeconômicos ancorados naquele binômio (seção 2).

1 Referencial conceitual e analítico⁷

Essa seção apresenta o referencial conceitual e analítico referente ao regime de câmbio flutuante e sua gestão, com ênfase nos países emergentes. Após a definição dos conceitos-chave para essa análise (item 1.1), serão apresentadas, no item 1.2, as principais questões analíticas destacadas pela literatura, quais sejam: os objetivos, as metas, as estratégias, a eficácia e as conseqüências da política cambial.

1.1 Conceitos-chave

Em comparação às soluções polares (câmbio fixo e livre flutuação) e mesmo aos regimes de banda cambial, os regimes de flutuação suja concedem às autoridades econômicas um maior grau de liberdade na gestão ou política cambial,⁸ que consiste no *modus operandi* do regime de câmbio vigente. Esse *modus operandi* envolve tanto os objetivos e as metas de política perseguidas,

(6) No caso dos regimes de meta de inflação, não existe, igualmente, um padrão geral utilizado. Pelo contrário, como mostra Farhi (2007), há uma grande diversidade nos formatos e na gestão desses regimes.

(7) Esta seção e a seção 2 baseiam-se, em grande parte, nos diversos artigos publicados no BIS Paper, n. 24, que incluem informações obtidas a partir da pesquisa por esta instituição junto a 23 bancos centrais de países emergentes presentes na reunião realizada nos dias 2 e 3 de dezembro de 2004 (*December 2004 Meeting of Deputy Governors of central banks from major emerging market economies*).

(8) Os termos gestão cambial e política cambial serão utilizados como sinônimos.

como a forma de atingi-los, ou seja, a intervenção cambial *estrito senso*, que envolve a estratégia de intervenção. Essas diversas dimensões da política cambial não são necessariamente definidas por uma mesma autoridade econômica. Enquanto o banco central é, de forma geral, a instituição executora da política cambial, a definição dos seus objetivos é atribuição do governo em alguns países (ver seção 1.2).

Todavia, nos países que adotam esses regimes, a influência dos mercados financeiros na determinação da taxa de câmbio nominal aumenta de forma significativa. Neste contexto, a eficácia da política cambial dependerá da correlação de forças entre a autoridade monetária e os agentes privados (Farhi, 2006). O êxito das intervenções dessa autoridade no sentido de manter a taxa de câmbio no patamar desejado e/ou de atenuar sua volatilidade será inversamente proporcional ao grau de abertura financeira da economia - que condicionará a liquidez e profundidade dos mercados de câmbio e financeiro domésticos.

De acordo com Akyuz (1992, 1993), a abertura financeira diz respeito à facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico. Três níveis de abertura financeira são identificados. O primeiro nível diz respeito às *inward transactions* – entrada de não-residentes no mercado financeiro doméstico e captação de recursos externos pelos residentes – e o segundo nível às *outward transactions* – saída de capitais pelos residentes e endividamento de não-residentes no mercado financeiro doméstico. Já o terceiro nível refere-se à conversibilidade interna da moeda, ou seja, à permissão de transações em (ou denominadas em) moeda estrangeira no espaço nacional (como depósitos no sistema bancário doméstico e emissão de títulos indexados à variação cambial).

O grau de liberdade das transações envolvendo moeda estrangeira nos três níveis de abertura financeira – que afetará diretamente a correlação de forças entre o governo e os agentes privados no mercado de câmbio – dependerá das técnicas de gestão dos fluxos de capitais vigentes, que incluem dois tipos de instrumentos: os controles de capitais *estrito senso*; e os mecanismos de regulamentação financeira prudencial que desempenham funções semelhantes a

esses controles – como regras mais rígidas sobre as operações em moeda estrangeira dos bancos (Epstein; Grabel; Jomo, 2004). Como destacam Greenville (2000) e Mohanty e Scatigna (2005), essas técnicas ampliam o raio de manobra da política cambial nos países emergentes que adotam regimes de flutuação suja, ao contribuírem no sentido de conter fluxos de capitais especulativos e o endividamento externo dos bancos e, assim, o risco de descasamento de moeda dos agentes residentes.

É importante explicitar a definição aqui utilizada de política cambial. É possível identificar na literatura quatro principais definições (Moreno, 2005). A primeira definição, mais restrita, considera como política cambial somente as transações do banco central no mercado de câmbio que:

(i) são esterilizadas, isto é, acompanhadas por operações da autoridade monetária que neutralizam o impacto monetário dessas transações (intervenções não-esterilizadoras são consideradas política monetária);

(ii) têm o objetivo de influenciar a taxa de câmbio.

Nessa perspectiva, somente se a gestão cambial é capaz de influenciar a taxa de câmbio, independentemente da política monetária, ela constitui um instrumento de política independente. A neutralização do impacto monetário ocorre por meio das chamadas operações de mercado aberto, mediante as quais o banco central vende ativos domésticos (títulos públicos), recolhendo, assim, meios de pagamento do público. Assim, o efeito líquido da intervenção esterilizadora consiste na mudança de composição do portfólio do público e da autoridade monetária entre ativos domésticos e externos.⁹

Essa definição restrita da política cambial, todavia, desconsidera várias questões relevantes de política, particularmente para os países emergentes. Em primeiro lugar, enquanto nos livros-texto a distinção entre intervenção esterilizadora e não-esterilizadora baseia-se num critério quantitativo (impacto

(9) Uma definição formal de intervenção esterilizadora pode ser encontrada em Jurgensen (1983): *“sterilized intervention means a change in the monetary authorities’ net foreign currency assets which is offset by a corresponding change in their net domestic asset, so that their monetary liabilities (or, specifically, the monetary base) remain unchanged. If, on the other hand, the change in the authorities’ net foreign assets is accompanied by a corresponding change in their monetary liabilities (so that, for instance, a reduction in foreign reserves would result in a reduction in the monetary base) the intervention is said to be unsterilized.”*

sobre a base monetária), na prática a condição relevante é o efeito (ou não) na taxa de juros. Como tanto a demanda com a oferta de moeda são afetadas diariamente por fatores autônomos, nem sempre é necessário neutralizar integralmente o impacto monetário das intervenções para manter a taxa de juros constante. Em segundo lugar, operações dos bancos centrais não são sempre e/ou imediatamente esterilizadas. Ademais, alguns bancos centrais utilizam a intervenção no mercado de câmbio ao invés de operações de mercado aberto para atingir o objetivo de política monetária (por exemplo, para conter uma desvalorização cambial que comprometeria a meta de inflação, ao invés de elevar juros). Em terceiro lugar, as operações dos bancos centrais no mercado de câmbio podem afetar a taxa de câmbio mesmo que esta não seja a intenção inicial (por exemplo, se envolverem volumes expressivos de recursos). Em quarto lugar, os objetivos das autoridades econômicas dos países emergentes na gestão cambial são muito mais amplos, não se limitando à influência sobre a taxa de câmbio, como mencionado na introdução e detalhado a seguir.

Assim, vários analistas defendem uma definição mais ampla de política cambial: *“any sale or purchase of foreign exchange against domestic currency which monetary authorities undertake in the exchange market.”* (Jurgensen, 1983). Nessa segunda definição, essa política abrangeria intervenções nos mercados de câmbio à vista e de derivativos (contratos futuros, *swaps* e opções), independentemente do seu impacto líquido sobre o mercado monetário (ou seja, esterilizadas ou não-esterilizadas).

Na terceira definição, a política cambial envolve qualquer transação que altera a posição líquida em moeda estrangeira do setor público. Nesse caso, além das intervenções nos mercados à vista e futuro (pelo banco central e o Tesouro), é preciso considerar um instrumento adicional, as operações de dívida denominada ou indexada em moeda estrangeira (Archer, 2005). Esta é a definição adotada nesse texto.

Existe, ainda, uma quarta definição, ainda mais ampla, que envolve as “intervenções passivas” (fundos cambiais), mediante as quais o Banco central obtém moeda estrangeira de entidades públicas ou privadas fora do mercado de câmbio com os objetivos de controlar a alocação de reservas e/ou insular o

mercado de câmbio do impacto de amplos fluxos cambiais. Como destacam Adams e Henderson (1983, p. 3): “*such direct dealings of central banks, sometimes called ‘passive’ intervention, are actually as active as an effort to affect the ultimate relative supplies of securities denominated in different currencies as conventional operations are; they should, therefore, be included in a comprehensive intervention measure.*”¹⁰

1.2 Objetivos, estratégias e conseqüências da política cambial

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

Tanto os objetivos e as metas, como a estratégia e a eficácia da intervenção no mercado de câmbio dependem de dois conjuntos de fatores. O primeiro conjunto inclui os condicionantes estruturais, dentre os quais o estágio de desenvolvimento econômico, as características dos mercados financeiros domésticos e o grau de abertura financeira. No caso dos países emergentes, emissores de moedas não-conversíveis, esse grau constitui um condicionante fundamental da política cambial, como destacado acima. O segundo conjunto de fatores consiste nos condicionantes conjunturais ou macroeconômicos, que incluem, além da situação do balanço de pagamentos, o grau de *pass-through* das variações cambiais aos preços e de *currency-mismatch*, estruturalmente mais elevados nesses países (Moreno, 2005).

Em relação às metas da política cambial, destacam-se: a influência sobre o patamar da taxa de câmbio, a redução da volatilidade cambial e o acúmulo de reservas. A seleção dos indicadores monitorados também é condicionada pelos objetivos macroeconômicos. Por exemplo, no âmbito de um regime de câmbio flutuante, se a principal meta de política é a inflação, o *pass-through* das

(10) Para uma avaliação dos fundos cambiais existentes atualmente, ver Cagnin, Cintra e Farhi (2007).

variações cambiais para os preços internos é relevante e a evolução da taxa de câmbio será monitorada de forma a prevenir mudanças abruptas e reduzir a volatilidade. O Quadro 1 consolida as múltiplas relações entre os objetivos macroeconômicos, as metas (ou objetivos específicos) e os indicadores monitorados (Moreno, 2005).

Quadro 1
Taxonomia da política cambial

Objetivos macro	Metas (objetivos específicos)	Indicadores monitorados
Controle da inflação	1. Resistir a movimentos abruptos do patamar da taxa de câmbio. 2. Redução da volatilidade	<i>Pass-through</i>
Equilíbrio e competitividade externos	1. Redução da volatilidade 2. Influência sobre o patamar da taxa de câmbio	1. Fluxos de capital 2. Temos de troca
Estabilidade financeira e prevenção de crises e desordens de mercado	1. Resistir a movimentos abruptos 2. Redução da volatilidade 3. Manter a liquidez nos mercados cambiais 3. Acúmulo de reservas	1. Condições de mercado (volumes transacionados; posições dos diferentes participantes) 2. Fluxos de capitais 3. Transações nos mercados de derivativos 4. <i>Currency mismacht</i>
Redução da vulnerabilidade externa e melhora do <i>rating</i> soberano	1. Acúmulo de reservas 2. Redução da dívida externa	1. Transações correntes 2. Fluxos de capitais 3. <i>Currency mismacht</i> 4.

Fonte: Elaboração própria a partir de Moreno (2005).

Enquanto a perseguição de um patamar para a taxa de câmbio subordina-se ao objetivo de manutenção da competitividade externa e promoção do crescimento econômico sustentável – dado o papel essencial das exportações para esse crescimento, especialmente no caso dos países emergentes¹¹ – nos países no qual o controle da inflação e/ou prevenção de instabilidades nos

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

mercados de câmbio e financeiro constituem as prioridades da política cambial, mudanças abruptas desse patamar são indesejáveis, em função dos seus efeitos deletérios sobre inflação e/ou sobre a situação financeira dos agentes residentes com dívidas em (ou denominadas em) moeda estrangeira. A literatura identifica quatro principais canais mediante os quais as ações do banco central podem influenciar esse patamar, cuja eficácia difere substancialmente entre os países desenvolvidos e emergentes (Archer, 2005; Disyatat; Galati, 2006).

O primeiro canal, denominado “**canal da política monetária**”, verifica-se somente quando o impacto monetário da atuação da autoridade monetária no mercado de câmbio não é neutralizado, ou seja, nas intervenções não-esterilizadoras, que afetam a base monetária e a taxa de juros doméstica doméstica. Como um importante condicionante da taxa de câmbio consiste no diferencial entre os juros internos e externos, mudanças nessa taxa podem alterar a taxa de câmbio, especialmente se não forem antecipadas. Na definição restrita de política cambial, que contempla somente as intervenções esterilizadoras, esse canal não estaria presente (Silveira, 2003; Archer, 2005). No caso dessas intervenções, a transmissão da política cambial ocorre mediante três canais adicionais, não excludentes, quais sejam:

(i) o “**canal das expectativas ou dos sinais**” (*signalling or expectations*): mediante as intervenções no mercado de câmbio, as autoridades monetárias emitem sinais ao mercado, que podem alterar as percepções dos agentes privados relevantes em relação à evolução das principais variáveis macroeconômicas, bem como às políticas monetária e cambial futuras. Uma condição fundamental para que esse canal influencie a taxa de câmbio consiste na credibilidade do banco central. Assim, a literatura convencional ressalta que ele tende a ser mais eficaz nos países desenvolvidos, com histórico de políticas econômicas críveis (Silveira, 2003; Archer, 2005);

(ii) o “**canal do equilíbrio de portfólio**”: a mudança na escassez relativa dos ativos domésticos relativamente aos externos, promovida pela intervenção esterilizadora, pode induzir uma realocação dos portfólios dos investidores privados, que altera os preços relativos dos ativos e moedas e, com isso, a taxa de câmbio. Há controvérsias em relação à capacidade dos bancos centrais influenciarem essa

escassez nos mercados financeiros desenvolvidos. Contudo, nos países emergentes, esse canal tende a ser eficaz, devido à predominância de ativos não-substitutos perfeitos, bem como à maior dimensão relativa das intervenções oficiais vis-à-vis ao *turnover* dos mercados de câmbio, menos líquidos e profundos (Silveira, 2003; Archer, 2005);

(iii) o “**canal do fluxo de ordens ou da microestrutura**” (*order flow*): por meio desse canal, a autoridade monetária procura detectar o padrão dos fluxos de ordens no mercado cambial para influenciar o comportamento da taxa de câmbio. Para a sua operação, o tamanho da intervenção em relação do giro do mercado também é importante, sugerindo que sua eficácia tende a ser maior nas economias emergentes, onde os mercados são menos líquidos, os *bid-ask spreads* (diferenças nas cotações de compra e venda da taxa de câmbio) mais amplos e os bancos centrais têm, em geral, maior acesso a informações detalhadas sobre as transações privadas com divisas (Ho; Mccauley, 2003; Archer, 2005).

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

A redução da volatilidade cambial está associada aos três objetivos macroeconômicos gerais destacados anteriormente: essa meta pode se revelar importante para o controle da inflação, para a manutenção da competitividade externa, bem como para a preservação da estabilidade macroeconômica ou financeira. No que se refere a esse último aspecto, os mercados de câmbio emergentes são mais sujeitos a apostas especulativas e instabilidade devido à natureza não-conversível das suas moedas e à sua estreiteza e pouca profundidade. Países com dívida externa elevada, graus expressivos de *currency mismatches* ou sistemas financeiros frágeis são particularmente vulneráveis.

A terceira meta de política cambial consiste no acúmulo de reservas internacionais. Além do motivo-precaucional, mencionado na Introdução, estudos sugerem que um volume elevado de reservas pode reduzir os *spreads* soberanos e melhorar os *credit ratings*. Nesse caso, os custos de acúmulo de reservas podem diminuir com o aumento do estoque (Moreno, 2005). Na perseguição da meta, as autoridades econômicas devem avaliar os impactos

sobre a taxa de câmbio (que podem não ser desejáveis) e sobre o grau de desenvolvimento do mercado de câmbio (no sentido de inibir o seu aprofundamento), bem como sobre as contas públicas. O custo marginal de um US\$ adicional deve ser comparado aos seus benefícios, destacados acima, e dependem do patamar das reservas e da forma de financiamento da intervenção (emissão monetária, venda de títulos públicos, endividamento externo).

As metas descritas acima, por sua vez, condicionam a estratégia da política cambial, que também sofre influência de outros fatores, como a direção e a volatilidade dos fluxos de capitais, que condicionará o volume adequado de reservas para atingir os objetivos definidos (Archer, 2005; Moreno, 2005). Essa estratégia envolve cinco aspectos (ver Quadro 2).

Quadro 2
Estratégias da política cambial

1. Mercados	2. Instrumentos	3. Transparência	4. Métodos de transação	5. Tamanho, frequência e <i>timing</i>
Mercado de câmbio à vista, <i>onshore</i> , <i>wholesale</i> , <i>time zone</i>	Venda/compra	Transparência	Transação direta, usual/e por telefone, c/ <i>market-markers</i>	Grandes volumes, pouco frequentes e período de maior liquidez
Mercado de câmbio futuro.	<i>Forwards</i>	Não-transparência	Transação c/ "voice broker's customers" via o serviço de corretor	Pequenos volumes, frequentes
Mercado de derivativos de balcão	<i>Swaps</i> Opções		Transações c/ os <i>market-markers</i> via <i>eletronic broker</i>	Grandes volumes, frequentes
Mercado de títulos de dívida	Compra/venda de títulos públicos indexados à taxa de câmbio		<i>Eletronic trading platforms</i>	
			<i>Conducting auctions</i>	

Fonte: Elaboração própria a partir de Archer (2005).

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

O terceiro aspecto (e talvez o mais controverso) consiste na transparência ou não das intervenções. Os argumentos na literatura favoráveis à transparência incluem sua importância para a eficácia do “canal das expectativas” e a necessidade de *accountability*. Em contrapartida, os motivos para a “*secrecy*” (os quais estão relacionados ao objetivo da intervenção) seriam (Mihalijek, 2005):

(i) minimizar os efeitos de intervenções não-desejadas – no caso da decisão ter sido tomada por outra instituição que não o banco central, como o Tesouro;

(ii) maximizar o impacto da intervenção quando o seu objetivo é diminuir a volatilidade do mercado (anúncio pode aumentar o risco de depreciações em algumas circunstâncias);

(iii) quando o objetivo da intervenção é alterar a composição monetária do portfólio do banco central, sem afetar a taxa de câmbio.

O quarto aspecto refere-se ao método de transação – que diz respeito à institucionalidade do mercado interbancário de câmbio –, enquanto o quinto envolve o tamanho, a frequência e o *timing* da intervenção, se subordinando estritamente à meta de política cambial. Quando o acúmulo de reservas com um mínimo efeito sobre a taxa de câmbio é o objetivo perseguido, um padrão de freqüentes, mas pequenas intervenções, deve ser esperado. Ademais, os Bancos centrais que intervêm com esse intuito geralmente procuram efetuar transações a preços favoráveis no final do dia (Moser-Boehm, 2006). Em contrapartida, se o objetivo é influenciar a taxa de câmbio, as intervenções devem ser amplas e menos freqüentes. Contudo, há controvérsias em relação a essa questão.¹²

(12) Alguns bancos centrais dos países emergentes declararam na pesquisa do BIS de 2004 (ver nota 6) que intervenções menos freqüentes em pequena (e não grande) escala tendem a ser mais eficazes.

As estratégias da política cambial, por sua vez, influenciam sua eficácia no alcance dos objetivos e metas pré-definidos, a qual dependerá, igualmente, dos condicionantes estruturais e macroeconômicos mencionados acima. Em princípio, as intervenções nos países emergentes são potencialmente mais eficazes em função de um conjunto de especificidades desses países:

(i) tamanho relativo da intervenção em relação ao *turnover* ;

(ii) existência de controles de capital que limitam o acesso aos mercados internacionais de capital, ampliando o poder (*leverage*) do banco central frente ao mercado;

(iii) baixo nível de sofisticação dos mercados conjuntamente com rígidos “*reporting requirements*”, que ampliam a vantagem informacional do banco central em relação aos participantes do mercado.

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

Outra questão analítica fundamental, associada à discussão da eficácia da política cambial, diz respeito aos limites e às conseqüências indesejáveis da intervenção esterilizadora, ou seja, à capacidade da autoridade monetária conduzir esse tipo de intervenção durante um longo período de tempo. A literatura aponta três principais restrições.

A primeira consiste no argumento tradicional de Mundell (1963), conhecido como “trindade impossível”, que se refere à impossibilidade do banco central controlar simultaneamente a taxa de câmbio nominal e a taxa de juros do

mercado monetário.¹³ No caso da intervenção para conter a depreciação, o limite seria dado pelo estoque de reservas e das linhas de crédito disponíveis ao país; o esgotamento desses recursos conduz, inevitavelmente, à elevação da taxa de juros. Já o limite da intervenção para conter a apreciação seria menos evidente, pois, em princípio, as reservas poderiam continuar crescendo. Contudo, a intervenção esterilizadora manteria a taxa de juros elevada, o que atrairia mais fluxos, mantendo a necessidade de esterilização. Ademais, em algum momento, o custo da esterilização atingiria níveis insustentáveis, levando ou à queda da taxa de juros ou à apreciação cambial. Assim, no longo prazo, a apreciação torna-se inevitável, pois, mesmo no primeiro caso, o aumento da base monetária e da inflação implicaria apreciação real da taxa de câmbio.

A segunda restrição refere-se à possível distorção provocada pela esterilização sobre a oferta de ativos e seus respectivos preços relativos. Se os títulos domésticos vendidos pelo banco central para esterilizar o impacto monetário das compras de divisas são imperfeitos substitutos dos títulos externos, as autoridades precisarão pagar taxas de juros mais elevadas sobre os seus títulos para estimular a sua compra (mas, em contrapartida, a troca de moeda por títulos pelos agentes domésticos exercerá pressão baixista sobre essas taxas). Ademais, especificidade nos mercados financeiros emergentes (iliquidez do mercado de títulos, concentração dos fluxos em certos segmentos) podem acentuar esses impactos.

A terceira restrição consiste nos custos elevados de emitir títulos de alta rentabilidade denominados em moeda local em troca de reservas em termos do déficit fiscal e da estabilidade macroeconômica, especialmente nos países que já possuem uma dívida pública elevada. Em algumas circunstâncias, a combinação de custos altos e reservas crescentes pode sinalizar aos mercados que a política é insustentável e induzir fluxos de capitais desestabilizadores.

(13) Segundo Mundell (1963), a política de esterilização é inconsistente porque ela não permite que a oferta de moeda e a renda nominal cresçam para restaurar o equilíbrio nos mercados de bens e de ativos. Nas suas palavras: “*if the central bank sells securities at the same time it is buying reserves it cannot buy reserves at a rate fast enough to keep the exchange rate from appreciating. And if the central bank buys reserves at a rate fast enough to stabilize the exchange rate, it can not sell securities fast enough to keep the money supply constant.*”

2 A gestão cambial nos países emergentes

Esta seção pretende fornecer um panorama geral da gestão dos regimes de câmbio flutuante nos países emergentes no período recente. Como já anunciado na introdução, assim como no caso dos regimes de meta de inflação (ver Farhi, 2007), mesmo entre aqueles países que adotaram o binômio “câmbio flutuante-metas de inflação”, não existe um padrão ou modelo geral utilizado. As experiências desses países se diferenciam em relação ao formato institucional (autoridades responsáveis pela definição do regime cambial e pela sua gestão), bem como das estratégias e da eficácia da política cambial, como detalhado a seguir.

2.1 Formato institucional¹⁴

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

No conjunto dos países que participaram da pesquisa do BIS de 2004, há uma grande diversidade em relação à autoridade responsável pela definição do regime cambial. Em ¼ dos países, a decisão deve ser tomada conjuntamente pelo governo e pelo banco central. Nos demais países, as seguintes opções são encontradas (em ordem decrescente de frequência):

- (i) escolha pelo banco central;

(14) As principais informações referentes ao formato institucional foram obtidas em Moser-Boehm (2006). Esse autor utilizou informações da pesquisa mencionada na nota anterior.

- (ii) escolha pelo governo;
- (iii) escolha pelo governo após consulta ao banco central;
- (iv) escolha pelo parlamento ou congresso;
- (v) escolha pelo banco central sujeita à sanção pelo governo.

Já a implementação da política cambial (no âmbito do regime cambial já definido) é responsabilidade do banco central na maioria dos países (78%). Contudo, existem importantes diferenças entre os países que adotam regimes de metas de inflação. No México, por exemplo, o banco central deve implementar a política cambial no âmbito de diretrizes gerais definidas de forma conjunta com o governo. Essas diretrizes são estabelecidas pela Comissão de Câmbio (que também define o regime cambial vigente), composta por três membros do banco central e três do Ministério das Finanças. Mas, o poder deste Ministério é maior: além de ter o direito de decidir em caso de empate, qualquer decisão oficial dessa comissão deve ter pelo menos um voto favorável de um membro do ministério. Já na Coreia e Nova Zelândia, a política cambial é uma responsabilidade conjunta do banco central e do governo.¹⁵

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

No que diz respeito às intervenções específicas no mercado de câmbio, na maioria dos casos esta decisão é atribuição da mesma instituição responsável pela política cambial. Mais de 90% dos bancos centrais é responsável por essas

(15) Para maiores detalhes sobre os aspectos institucionais o regime cambial no México e na Coreia, países que adotam, como o Brasil, regimes de meta de inflação e câmbio flutuante, ver: Silveira (2003) e Sidaoui (2005) para a experiência mexicana; Rhee e Song (1999) para a experiência coreana.

intervenções. No México, coerentemente com o arranjo institucional do regime de câmbio flutuante, as intervenções são decididas conjuntamente pelo banco central e o governo no âmbito da Comissão de Câmbio. Contudo, há diferenças em relação à instituição proprietária das reservas cambiais. No Brasil, Hong Kong, Coréia, Nova Zelândia e Peru o total (ou quase o total) das reservas não são de propriedade do banco central. No Brasil, elas pertencem ao governo, mas sua gestão é realizada pelo banco central. Na Coréia, o banco central tem o poder de decidir sobre as intervenções realizadas a partir das suas próprias reservas, após consultar o governo; enquanto o governo tem a palavra final nas intervenções efetuadas com suas próprias reservas, após consultar o banco central (ver Quadro 3).

Quadro 3
Informações sobre a governança das intervenções cambiais

Países	Propriedade das reservas: % do BC	Decisão s/ intervenções ⁽¹⁾	Divulgação da estratégia de intervenção	Divulgação das intervenções efetuadas
África do Sul	100	BC	Em caso de mudança	Sim
Argentina	100	BC	Regularmente	Sim
Brasil	0	BC	Em caso de mudança	Sim, diariamente
Chile	100	BC	Em caso de mudança	Sim, semanalmente
Coréia	80 ⁽¹⁾	BC e G ⁽²⁾	Não	Não
Índia	100	BC	Regularmente	Não
México	100	BC e G	Em caso de mudança	Sim, diariamente
Tailândia	98	BC	Não	Não
Turquia	100	BC	Regularmente	Não

(1) No caso das reservas do Banco da Coréia, após consulta ao governo; e vice-versa.

(2) BC = Banco central; G = Governo.

Fonte: Adaptado de Moser-Boehm (2005).

No que diz respeito à tomada de decisão em relação às intervenções cambiais, a maioria das leis dos bancos centrais não contemplam especificações sobre os procedimentos internos de tomada de decisão. Essas intervenções são, geralmente, governadas pelas mesmas regras que regem as ações e decisões de

política monetária (no México, contudo, existem procedimentos específicos para a política cambial). Na prática, decisões sobre as intervenções mais significativas são reservadas à autoridade principal ou ao *Board*. O papel do *staff* é fornecer suporte técnico, mas pequenas intervenções são freqüentemente delegadas à mesa de operação. Como a mesa de operação do banco central possui mais conhecimento e informação sobre a dinâmica do mercado, a delegação para essa mesa das decisões de “onde, quando e como” intervir pode ampliar a eficácia da intervenção, especialmente quando o seu objetivo é influenciar a dinâmica do mercado para maximizar o impacto sobre a taxa de câmbio (a resposta do mercado a uma intervenção pode demandar ações imediatas subseqüentes, como uma segunda rodada de intervenção; se o mandato da mesa de operação é limitado, a ausência ou atraso dessas ações pode obscurecer a mensagem e debilitar a credibilidade do banco central).

Como destaca Moser-Boehn (2005), as questões de governança relativas às intervenções cambiais parecem ser, de forma geral, menos explícitas do que aquelas relativas às decisões de política monetária. O fato de as intervenções cambiais serem conduzidas de forma menos pública ou declarada (*central bank actions remain behind the scenes*) em vários países, exigiria procedimentos de governança mais claros e detalhados pelos bancos centrais, mas estes não são geralmente disponibilizados. De forma geral, *formal statements* sobre mecanismos de governança enfatizam aspectos mais gerais, enquanto questões mais específicas são cobertas por regras e procedimentos internos raramente divulgados publicamente. Contudo, essa menor transparência é, na maioria dos casos, aceita pelos mercados e considerada coerente com os códigos de boa prática (ao contrário do observado na área da política monetária).

O Código do IMF de “*Good Practicer on Transparency in Monetary and Financial Policies*” reconhece que “*there are circumstances in which it would not be appropriated for central banks to disclosure their near-term monetary and exchange rate implementation tactics and provide detailed information on foreign exchange operations.*” Essa citação fornece parte da resposta para a questão de por que existem limites válidos para a transparência nas intervenções cambiais: a transparência sobre o objetivo não é sinônimo da

transparência em relação à estratégia e aos instrumentos utilizados. Em suma, existe, claramente, um *trade-off* entre o aumento da eficácia da política e os ganhos relativos à *accountability* associados à maior transparência, mesmo no caso de anúncios *ex post*, que influenciarão as expectativas de mercado.

2.2 Objetivos, estratégias e eficácia da política cambial

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

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

A atenuação da volatilidade cambial também constitui uma meta da política cambial quando esta se subordina a outros objetivos macroeconômicos, de forma complementar ou não com o controle da inflação. Caso esses objetivos contemplem a competitividade externa da economia, além da redução dessa

volatilidade, a gestão cambial perseguirá explicitamente uma meta para a taxa de câmbio. Nos momentos em que a preservação da estabilidade financeira constitui o objetivo prioritário da política cambial, a meta complementar consiste no provimento de liquidez (*market-maker of last resort*) para garantir o funcionamento do mercado. Nos períodos de *stress*, a liquidez pode esvair entre os *market-makers*, criando problemas de formação de preços e inviabilizando as transações. Por exemplo, na Coreia e no Brasil em 2002, as respectivas autoridades monetárias intervieram em períodos de volatilidade cambial, induzida por incertezas políticas, para prover liquidez e preencher os *gaps* entre as cotações de compra e venda.

A última meta de política cambial mencionada pelos bancos centrais refere-se à acumulação de reservas em moeda estrangeira. Assim, a pesquisa do BIS sanciona a hipótese da “demanda precaucional” por reservas (ver Quadro 4). Todos os 16 bancos centrais que responderam ao questionário acreditam que essa acumulação tem impacto positivo sobre a situação de vulnerabilidade externa – ao reduzirem os riscos de ataques especulativos e ampliarem a capacidade de intervenção do banco central – e sobre os *ratings* soberanos.

Quadro 4
Implicações externas da acumulação de reservas

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

Nota: Número de respostas = 16 de um total de 23 (3 BCs não intervêm).

Fonte: Respostas ao questionário do BIS, em: Mihalijek (2005).

Em relação às estratégias de política cambial dos países emergentes, a pesquisa do BIS corroborou as conclusões de dois trabalhos anteriores, quais sejam: Canales-Krilijenko (2003), baseado numa pesquisa realizada pelo FMI em 2001 envolvendo um grande número de economias desenvolvidas e em desenvolvimento; e King (2003). Os resultados desses três estudos revelam que a maioria das intervenções é realizada no mercado de câmbio à vista doméstico (*onshore*) no segmento interbancário ou secundário (*wholesale*). Todavia, apesar da predominância dessas intervenções, os países emergentes utilizam um leque de instrumentos de política cambial muito mais amplo do que os países centrais. Além da compra e venda de divisas no mercado à vista, esse leque inclui derivativos financeiros –, *swaps* (utilizados na Índia, Indonésia e Brasil); opções (utilizados no México); e contratos futuros¹⁶ – e operações com títulos de dívida indexados à taxa de câmbio.

Quanto à frequência, ao *timing* e ao volume das intervenções, as respostas ao questionário do BIS indicam um viés pró-intervenção em horários normais, quando o mercado é mais profundo e líquido. A maioria dos bancos centrais da amostra interveio regularmente (mais de 50% dos dias de negócio) ou de forma irregular (a cada 10 dias ou menos); em geral, as intervenções regulares predominam em economias grandes com elevado grau de abertura externa e aquelas irregulares em países pequenos e, igualmente, abertos. O fato de os bancos centrais intervirem nos momentos de maior liquidez parece refletir a prioridade concedida à contenção da volatilidade da taxa de câmbio enquanto meta da política cambial, como mencionado acima (Mihalijek, 2005). Em relação aos volumes envolvidos, não há um padrão geral, sendo que alguns bancos centrais realizam intervenções em ampla escala e outros envolvendo pequenos volumes de recursos.

A postura dos bancos centrais em relação à transparência das intervenções mostrou-se bastante heterogênea (Archer, 2005), mesmo entre os países que adotam o binômio “metas de inflação e câmbio flutuante” e

(16) Esses contratos têm a desvantagem de serem poucos transparentes e resultaram em experiências negativas em alguns países nos momentos de crise cambial, dentre os quais o Brasil e a Tailândia. No âmbito dos acordos do FMI assinados após as respectivas crises, esses contratos foram proibidos. Sobre a experiência brasileira, ver seção 2.

perseguem metas semelhantes de política cambial.¹⁷ De forma geral, os bancos centrais que procuram reduzir a volatilidade cambial são mais transparentes e divulgam informações detalhadas sobre as intervenções correntes (e não somente sobre a estratégia geral). Contudo, existem exceções. Na Coreia, o banco central intervém mediante instituições selecionadas entre os principais bancos (*dealers*) e exige o compromisso de não-divulgação de informações, que devem se manter confidenciais (Rhee, 2004). Nessa seleção, o banco central coreano utiliza com critérios a capacidade do *dealer* fornecer informações sobre o mercado e o seu papel ativo como *market-maker*.

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

As estratégias de intervenção condicionam, por sua vez, a eficácia da política cambial. Contudo, essa eficácia depende, igualmente, de características estruturais dos países (grau de abertura financeira, dimensão do mercado de câmbio, etc). O estudo empírico mais amplo sobre esse tema é o de Canales-Krilijenko (2004), baseado numa pesquisa de 2001 do FMI (*IMF's 2001 Survey on Foreign Exchange Market Organization*).¹⁸ Um das suas principais conclusões é que, de forma geral, as intervenções dos bancos centrais emergentes nos mercados de câmbio tendem a ser mais eficazes relativamente

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

(18) A questão da eficácia da política cambial nos países emergentes é bastante controversa, em grande parte em função da escassez ou precariedade dos dados e informações disponíveis. De forma geral, os resultados dependem da amostra utilizada, com as conclusões variando significativamente entre os países. Outro estudo que também aborda a eficácia das intervenções é o de Neely (2001), que abrange uma amostra de 22 países, dos quais 9 são emergentes. Já Disyatat e Galati (2006) utilizam evidências dos países avançados e levam em consideração especificidades institucionais dos países emergentes que podem afetar a eficácia da intervenção, como a profundidade e sofisticação do mercado de câmbio e os controles regulatórios sobre as transações cambiais.

àquelas realizadas pelos bancos centrais emissores das principais moedas negociadas internacionalmente. Essa maior eficácia está relacionada à adoção de regulamentações (ver o próximo item) – que ampliam as vantagens informacionais vis-à-vis os participantes do setor privado – e à ampla dimensão das intervenções cambiais e das reservas oficiais nos países emergentes relativamente ao *turnover* do mercado de câmbio.

Já o estudo de Mihaliyek (2005), a partir da pesquisa do BIS, chega a algumas conclusões relevantes sobre a relação entre, de um lado, a eficácia da política cambial e, de outro lado, as metas, estratégias e canais de influência sobre a taxa de câmbio. No que diz respeito às metas, as intervenções que procuram atenuar a volatilidade cambial são consideradas mais eficazes do que aquelas voltadas para a correção de desalinhamentos ou estabilização do patamar da taxa de câmbio (ver Quadro 5). Esse resultado deve estar associado, em parte, à importância do provimento da liquidez pelas autoridades monetárias nos mercados de câmbio dos países emergentes, predominantemente estreitos. É interessante mencionar que os bancos centrais também declararam que conter movimentos de apreciação cambial tende a ser mais fácil do que resistir à depreciação, pois não há, em princípio, limites em relação ao volume de reservas. Contudo, os países que adotam a estratégia de intervenção esterilizadora e mantêm um diferencial positivo entre os juros internos e externos (como o Brasil), esse limite se impõe na prática, devido os custos fiscais dessa estratégia.

Quadro 5
Eficácia das intervenções de acordo com os principais objetivos

Eficácia	Objetivos	
	Correção de desalinhamentos ou estabilização da taxa de câmbio num patamar desejado	Conter excessiva volatilidade cambial
Eficaz na maior parte do tempo	Argentina, Chile, Hong Kong, Malásia, Singapura e Tailândia	Argentina, Chile, Colômbia, Hungria, Índia, Indonésia, Coréia, Peru, Filipinas, Singapura, Tailândia e Turquia
Eficaz em alguns momentos	República Checa, Hungria, Indonésia, Coréia e Venezuela	Brasil, República Checa, México e Venezuela

Nota: Número de observações = 18 de um total de 23. 3 BCs da amostra não intervieram de 2002 até o terceiro trimestre de 2004.

Fonte: Respostas ao questionário do BIS, em: Mihaliyek (2005).

Em relação à eficácia dos canais de transmissão da política cambial, os resultados da pesquisa do BIS sancionam a hipótese de que nos países emergentes, as intervenções cambiais tendem a influenciar a taxa de câmbio mediante o “canal do equilíbrio de portfólio” por duas razões: a maior dimensão das reservas oficiais relativamente aos volumes negociados nos mercados de câmbio; o menor grau de substituição dos títulos denominados em moeda doméstica e estrangeira, relativamente aos países desenvolvidos (dez bancos centrais declararam considerar esse canal parcial ou principalmente eficaz – ver Quadro 6). Os participantes da pesquisa também consideram eficaz o “canal das expectativas”, ao sinalizar a condução futura das políticas cambial ou monetária (sete bancos centrais consideraram esse canal parcial ou amplamente eficaz).

Quadro 6
Canais de influência da intervenção sobre a taxa de câmbio

	Canal da política monetária	Canal do equilíbrio de portfólio	Canal das expectativas	
			Sobre a política monetária futura	Sobre intervenções futuras
Eficaz na maior parte do tempo	Brasil, República Checa, Hong Kong	Argentina, Brasil, Filipinas, Turquia	Argentina, Brasil, República Checa, Hungria, Filipinas, Singapura	Argentina, Brasil, Rep. Checa, Hungria, Índia, Indonésia, Peru, Filipinas, Turquia
Eficaz em alguns momentos	Argentina, Colômbia, Hungria, Indonésia, Coréia, Turquia, Venezuela	República Checa, Hungria, Coréia, Peru	Indonésia, Coréia, Tailândia	Colômbia, Rep. Checa, Coréia, Tailândia, Venezuela
Nunca ou raramente eficaz	Filipinas	Singapura		

Nota: Número de observações = 15 de um total de 23. 3 BCs da amostra não entrevistaram de 2002 até o terceiro trimestre de 2004.

Fonte: Respostas ao questionário do BIS, em: Mihalijek (2005).

Todavia, uma pré-condição para o funcionamento do “canal das expectativas” consiste na existência de vantagem informacional do banco central em relação aos agentes privados participantes do mercado de câmbio. Somente nesse caso, a intervenção esterilizadora pode afetar as expectativas do mercado em relação à taxa de câmbio ao sinalizar as políticas cambial e monetária futuras. Exemplos desse tipo de vantagem incluem: o acesso diário a informações sobre as transações no mercado de câmbio à vista (nos segmentos primário e interbancário), sobre as posições de câmbio dos bancos e demais instituições autorizadas a operar nesse mercado e sobre as negociações envolvendo derivativos. A maioria dos bancos centrais considera não somente que possui, em alguma medida, essa vantagem, mas também que ela amplia a eficácia da intervenção.

Quadro 7
Vantagem informacional do banco central e seu impacto

Extensão da vantagem informacional ⁽¹⁾			
Vantagem considerável	Alguma vantagem	Inexistente	Desvantagem
Brasil, Hungria, Coréia, Malásia, Peru, África do Sul, Turquia	Argentina, Colômbia, Índia, México, Filipinas, Tailândia, Polônia, Singapura	Chile, República Checa, Hong Kong	Indonésia, Nova Zelândia e Polônia
Impacto sobre a eficácia ⁽²⁾			
Impacto positivo	Algum impacto	Nenhum impacto	
Brasil, Coréia, Filipinas, Singapura e Turquia	Argentina, Hungria, Índia, Peru, África do Sul, Tailândia	Colômbia, Malásia, México	

Nota: (1) Número de observações = 21 de um total de 23. (2) 15 dos 23 responderam (3 BCs não intervêm).

Fonte: Respostas ao questionário do BIS, em: Mihalijek (2005).

Finalmente, vale mencionar que, apesar do predomínio da estratégia de intervenção esterilizadora, as experiências dos países emergentes diferenciaram-se em relação aos instrumentos utilizados (intervenção via mercado, mediante emissão de títulos, ou não-mercado – ver Quadro 8) e à instituição emissora do título utilizado nas operações de mercado aberto para neutralizar o impacto monetário das aquisições de divisas. Na maioria dos casos, os bancos centrais

utilizam títulos de emissão própria, seja porque são os responsáveis pela política cambial (caso do Banco da Coréia, que emite os “bônus de estabilização”), seja porque os respectivos governos incorreram historicamente em superávit e, assim, não dispõem de um estoque suficiente de títulos para efetuar essas operações (caso, por exemplo, do Chile). Contudo, em alguns países (Cingapura, Nova Zelândia e Brasil) as autoridades monetárias utilizam títulos do governo nas operações de esterilização. Essa opção ancora-se em dois argumentos correlacionados: como os mercados de títulos são estreitos, a emissão de títulos do banco central pode fragmentar o mercado; e os *market makers* podem diferenciar os *ratings* de crédito dos dois tipos de títulos, provocando distorções nos rendimentos. Na Coréia e no México, para evitar essas distorções, o banco central e o governo emitem títulos com prazos e funções diferentes: enquanto os papéis da autoridade monetária, de curto prazo, são utilizados nas operações de esterilização, os títulos do governo, de maior duração, destinam-se ao financiamento dos déficits fiscais.

Quadro 8
Principais instrumentos de intervenção no mercado monetário

Países	Mercado	Não-mercado
Índia	Títulos do governo	Requerimento de reservas em situações extremas
Coréia	Bônus de estabilização monetária, emitidos pelo banco central	Não
Tailândia	Operações compromissadas (<i>Repos</i>), swaps cambiais e títulos do banco central	Não
Brasil	Operações compromissadas com títulos do tesouro como colateral	Não
Chile	Títulos do banco central	Não
México	Títulos do banco central (títulos do governo utilizados no passado)	Depósitos de longo-prazo no banco central (remunerados a taxas de mercado), usadas de forma irregular
África do Sul	Títulos do banco central e do governo	Não
Turquia	Principalmente, operações compromissadas com títulos do governo	Não

Fonte: Elaboração própria a partir de Mohanty e Scatigna (2005).

2.3 Técnicas de gestão dos fluxos de capitais

Alguns bancos centrais, além de intervirem diretamente no mercado de câmbio, adotam técnicas de gestão de fluxos de capitais que ampliam os graus de liberdade da política cambial (atenuando os conflitos com a política monetária) e a eficácia da intervenção, em momentos de excesso e escassez de divisas.¹⁹ Como destaca Ocampo (2000), essas técnicas contribuem, igualmente, para aprimorar a estrutura de maturidade das divisas em moeda estrangeira, constituindo um instrumento da política de administração dos passivos, fundamental nesses países sujeitos ao “*currency mismatch*”.²⁰ Enquanto os controles de capitais predominam nos países asiáticos, os instrumentos de regulamentação prudencial são utilizados por um leque mais amplo de países, inclusive latino-americanos.

Nas respostas ao questionário do BIS, foram mencionados vários argumentos favoráveis à adoção desses instrumentos:

(i) os limites à posição líquida em moeda estrangeira das instituições financeiras, como uma porcentagem do seu patrimônio, reduzem sua capacidade de converter posições em moeda estrangeira em fluxos de divisas, que podem ter efeitos amplos e expressivos sobre a taxa de câmbio;

(ii) nos períodos de depreciação, o reforço das regulamentações prudenciais pode inibir a demanda por moeda estrangeira;

(iii) adoção de medidas complementares pode afetar expectativas ao sinalizar a intenção das autoridades de estabilizar o mercado de câmbio;

(iv) certos controles de capitais contribuem para diminuir fluxos de capitais que poderiam causar choques em mercados de câmbio estreitos.

Em contrapartida, os bancos centrais que não recorrem às técnicas de gestão dos fluxos de capitais sustentaram que essas técnicas inibem o desenvolvimento dos mercados de câmbio domésticos, ao restringirem os

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

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

volumes negociados (e, assim, a liquidez) e desestimularam a oferta de instrumentos de *hedge* cambial.

Quadro 9
Técnicas de gestão dos fluxos de capitais

Instrumentos utilizados conjunt. c/ intervenção no mercado de câmbio	Controles de capitais			Regulamentação prudencial
	Controles s/ saídas	Controles s/ entradas	Restrições s/ acesso de ñ-residentes a moeda/ativos domésticos	
Freqüentemente utilizados	Indonésia, Malásia	Indonésia, Malásia	Indonésia, Malásia	Indonésia, Coréia, Malásia
Utilizados às vezes	Argentina, Índia	Índia	Índia	Brasil, Colômbia, Índia, Filipinas, Tailândia, Venezuela
Nunca utilizados	República Checa, Hong Kong, Hungria, Coréia	República Checa, Hong Kong, Hungria, Coréia, Venezuela	República Checa, Hong Kong, Hungria, Coréia,	Chile, República Checa, Hong Kong, Hungria, Coréia,

Nota: Número de respostas = 15 de um total de 23.

Fonte: Respostas ao questionário do BIS, em: Mihalijek (2005).

Considerações finais

A análise realizada na seção anterior revelou que os regimes de flutuação suja concedem aos países emergentes graus de liberdade significativos na gestão da política cambial. No âmbito desses regimes, esses países podem optar por distintos formatos institucionais, objetivos e metas, bem como pela adoção das técnicas de administração dos fluxos de capitais que ampliam os graus de liberdade da política cambial (atenuando os conflitos com a política monetária) e a eficácia da intervenção, em momentos de excesso e escassez de divisas.

Tanto o referencial conceitual e analítico, desenvolvido na seção 1, como um olhar para as experiências dos demais países emergentes que seguem

políticas cambial e monetária semelhantes à brasileira, contribuem para elucidar as especificidades e os dilemas do regime de câmbio flutuante no Brasil. Este regime e sua gestão após 1999 serão analisados num próximo texto, ainda em elaboração pela autora.

Referências bibliográficas

ADAMS, D. B.; HENDERSON, D.W. Definition and measurement of exchange market intervention. *Staff Studies*, n. 126, 1983.

AIZENMAN, J.; LEE, Y.; RHEE, Y. *International reserves management and capital mobility in a volatile world: policy considerations an case study of Korea*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper, n. 10.534).

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

_____. *On financial openness in developing countries*. Genebra: UNCTAD, 2002. (Trabalho não-publicado).

ARCHER, David. *Foreign exchange market intervention: methods and tactics*. *BIS Paper*, Basle: Bank of International Settlement, n. 24, May 2005.

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

BIS. *Globalisation and monetary policy in emerging markets*. *BIS Paper*, Basle: Bank of International Settlement, n. 23, May 2005b.

CAGNIN, R. F.; CINTRA, M. A. M.; FARHI, M. *Fundos cambiais e estratégias de intervenção no mercado brasileiro de câmbio*. São Paulo: IEDI - Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, ago. 2007. (Trabalho não-publicado).

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

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

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

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

DISYATAT, Piti; GALATI, Gabriele. The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market countries. *BIS Paper*, Basle: Bank of International Settlement, n. 24, May 2005.

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).

_____. *An essay on the revived Bretton Woods System*. Cambridge, MA.: National Bureau of Economic Research, 2003. (NBER Working Paper, n. 9.971).

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

FARHI, Maryse. *Análise comparativa do regime de metas de inflação: pass-through, formatos e gestão nas economias emergentes*. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, jul. 2007. (Texto para Discussão, n. 127).

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

GREENVILLE, S. Exchange rate regimes for emerging markets. *BIS Review*, Basle: Bank of International Settlement, n. 97, 2000.

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

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

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

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

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

MIHALIJEK, D. Survey of central banks views on effects of intervention. *BIS Paper*, Basle: Bank of International Settlement, n. 24, May 2005.

MOHANTY, M. S.; SCATIGNA, M. Has globalisation reduced monetary policy independence? *BIS Paper*, Basle: Bank of International Settlement, n. 23, 2005.

- MOHANTY, M. S.; TURNER, P. Intervention: what are the domestic consequences? *BIS Paper*, Basle: Bank of International Settlement, n. 24, May 2005.
- MORENO, R. Motives for intervention. *BIS Paper*, Basle: Bank of International Settlement, n. 24, May 2005.
- MOSER-BOEHM, P. Governance aspects of foreign exchange interventions. *BIS Paper*, Basle: Bank of International Settlement, n. 24, May 2005.
- MUNDELL, R. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *The Canadian Journal of Economics and Policy science*, v. 29, n. 4, p. 475- 485, 1963.
- NEELY, C. J. The practice of central bank intervention: looking under hood. *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank of St Louis, May-Jun. p. 1-10, s.d.
- NOLAND, M. *South Korea's experience with international capital flows*. Institute for International Economics, Jan. 2005.
- OCAMPO, José Antonio. *Developing countries' anti-cyclical policies in a globalized world*. Santiago de Chile: Cepal, nov. 2000. (Serie Temas de Coyuntura).
- RHEE, Y.; SONG, C. Exchange rate policy and effectiveness of intervention: the case of South Korea. In: COLLINGNON, S. et al. (Ed.). *Exchange rate policies in emerging Asian countries*. Routledge Studies in the Growth Economies of Asia.
- RODRIK, D. *The social cost o foreign exchange reserves*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2006 (Working Paper, n. 11952). Disponível em: www.nber.org/papers/w11952
- SIDAOU, J. J. Policies for international reserve accumulation under a floating exchange rate regime: the experience of México (1995-2003). *BIS Paper*, Basle: Bank of International Settlement, n. 23, 2005.
- SILVEIRA, M. A. C. da. Intervenção da autoridade monetária no mercado de câmbio em regime de flutuação administrad. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, Brasília, n. 24, maio 2003.
- UNCTAD. *Trade and Development Report*. Geneve: United Nation for Trade and Development, 2002.
- WILLIAMSON, J. *Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option*. Washington, DC: Institute for International Economics, 2000.