

## SEÇÃO V

### O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: Mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária

*Maryse Farhi*<sup>1</sup>

#### Introdução

No final da década de 1990, as crises cambiais associadas à reversão dos fluxos de capitais especulativos levaram à adoção do câmbio flutuante por várias economias periféricas. Por definição, nesse regime cambial, quanto menor a interferência das autoridades monetárias nas operações com divisas, maior a influência dos mercados financeiros globalizados na determinação da taxa de câmbio e dos preços dos demais ativos financeiros domésticos. Nas economias que adotaram a livre circulação de capitais e o câmbio flutuante, as súbitas mudanças de humores e expectativas que caracterizam a lógica desses mercados engendraram forte volatilidade das principais variáveis financeiras e acentuaram a inter-relação entre taxa de juros e taxa de câmbio. Como essas economias são vulneráveis às alternâncias dos ciclos de liquidez internacional, com períodos de forte restrição ou virtual fechamento dos mercados e outros de farta liquidez, a taxa de juros resultante da política monetária sofre influência direta do regime cambial adotado.

No Brasil, o elevado grau de abertura financeira e a adoção do câmbio flutuante ampliaram consideravelmente os canais de transmissão desta dinâmica cíclica devido ao aumento da participação estrangeira no sistema financeiro, aos fluxos de capitais de portfólio e ao desenvolvimento e aprofundamento de mercados de derivativos financeiros *onshore* e *offshore* que permitem a realização de elevado volume de operações especulativas e de arbitragem. O primeiro item da seção procura apontar a manifestação desses sucessivos ciclos nos mercados de ativos brasileiros e, em particular, no mercado de câmbio. Após analisar o período 1999/2002, marcados por uma crise cambial e por dois ataques especulativos contra o real, verificamos que, no governo Lula, o surgimento de nova fase de ampla liquidez internacional para as economias emergentes levou a uma acentuada melhora da balança comercial e do saldo em conta corrente do país e a uma valorização do real, dos títulos representativos do risco-país e dos demais ativos brasileiros. Mas, nesse ciclo, os preços dos ativos brasileiros e, em particular, a taxa de câmbio tiveram valorização superior à dos demais países de economia “emergente”, em função da divergência entre uma política monetária extremamente apertada e forte redução do risco país.

O segundo item desta seção examina as características da inflação no Brasil e discute a política monetária adotada e seus impactos. Desde a adoção da taxa de câmbio flutuante em 1999, a autoridade monetária pauta sua atuação por metas de inflação. Mas, a estrutura específica da formação dos preços no Brasil transmite, de forma acentuada, o impacto da taxa de câmbio aos preços de um amplo conjunto de bens, com efeitos (*pass-through*) diretos na inflação. Nas fases de

---

<sup>1</sup> Esta seção contou com a colaboração dos bolsistas do PIBIC-CNPQ Priscila Capellato e Luiz Fernando Brugnerotto e o precioso auxílio de Eliane Ribeiro, Gerência de Informações e Dados.

pessimismo, a intensa desvalorização do real decorrente dos ataques especulativos repercutiu em uma inflação superior às metas estabelecidas. Nas fases de otimismo, a taxa de câmbio mostra-se extremamente sensível às taxas de juros internas e tem constituído o principal canal de transmissão da política monetária aos preços. Por fim, na conclusão, discute-se o desajuste das variáveis macroeconômicas que resultou da política monetária praticada.

## 1 Taxa de câmbio e lógica dos mercados

Desde a adoção do regime de câmbio flutuante, no Brasil, em janeiro de 1999, as alternâncias dos ciclos de liquidez internacional para países emergentes repercutiram sob forma de uma sucessão de ataques especulativos que levaram o real a se desvalorizar e os preços dos ativos brasileiros a cair; seguida por fases de otimismo em que a moeda brasileira se apreciou e os preços dos ativos subiram de forma acentuada. A existência e o impacto desses ciclos junto com a liberdade de ida e vinda dos capitais internacionais fizeram com que as políticas cambial, monetária e fiscal bem como os mercados financeiros nacionais se subordinassem, de forma crescente, aos *diktats* dos mercados financeiros globalizados.

A liberalização dos fluxos de capital e a desregulamentação financeira adotadas por grande número de países periféricos consagraram a taxa de câmbio como o principal canal de transmissão da instabilidade da percepção dos investidores estrangeiros em relação a eles. A necessidade de reduzir ou eliminar o impacto macroeconômico de ataques especulativos ou crises cambiais, decorrentes da volatilidade dos fluxos de capitais para as economias emergentes é apontada como um dos parâmetros básicos da escolha do regime cambial,<sup>2</sup> em conjunto com a questão do grau de liberdade da política monetária. Embora o regime de câmbio administrado persista em algumas economias asiáticas e outros tenham optado pela substituição da moeda nacional pelo dólar americano, é cada vez mais elevado o número de países que adotam o regime de câmbio flutuante. Uma observação dos regimes cambiais efetivamente praticados pelas economias emergentes mostra a existência de um leque de opções que se distinguem pelo grau e pela frequência de interferência pública na determinação da taxa de câmbio. No conjunto de economias em que tal

---

<sup>2</sup> Os regimes cambiais sugeridos para as economias emergentes são bastante distintos. Alguns adotam a abordagem “bipolar” segundo a qual elas estariam limitadas a escolher entre taxas de câmbio fixas e rígidas (*hard peg*) e taxas de câmbio absolutamente flutuantes, porque regimes intermediários as tornariam mais expostas a ataques especulativos. Os que não aderem a esta visão “bipolar” apresentam várias análises. Calvo e Reinhart (Fear of floating. *Quarterly Journal of Economics*, v. CXVII, n. 2, 2002) apontam o “medo de flutuar” das economias emergentes como razão básica para que muitas mantenham um elevado grau de interferência pública na taxa de câmbio. Goldstein (*Managed floating plus*. Washington, DC: Institute for International Economics, 2002) propõe que elas adotem um regime combinado entre flutuação administrada do câmbio e metas de inflação. Nessa ótica, as autoridades deveriam intervir no mercado de câmbio para reduzir as “flutuações excessivas de curto prazo da taxa de câmbio ou para prover o mercado de liquidez”. (Goldstein; Turner (*Controlling currency mismatches in emerging markets*. Washington, DC: Institute for International Economics, 2004) enfatizam que a adoção de um regime de câmbio flutuante, ao desestimular o endividamento externo, seria desejável nas economias emergentes que não podem se endividar externamente na sua própria moeda (*currency mismatch*) ou que padecem de um “pecado original” (Eichengreen; Hausmann; Panizza. *Currency mismatches, debt intolerance and original sin*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1999. NBER Working Paper, n. 10036) decorrente da estrutura do mercado financeiro internacional. Por fim, outros defendem (Williamson, *Exchange rate regimes for emerging markets*. Reviving the intermediate option. Washington, DC: Institute for International Economics, 2000) a possibilidade de um tipo intermediário de administração da taxa de câmbio, com o anúncio público de uma banda de flutuação cambial que impediria ou limitaria a ocorrência de *currency mismatch*.

interferência é elevada, seus objetivos gerais são a constituição de reservas em divisas para reduzir a vulnerabilidade externa, a defesa ou conquista de posições competitivas no comércio internacional e a eliminação ou atenuação dos impactos macroeconômicos da volatilidade cambial.

Nos países que adotaram um grau elevado de abertura financeira, a taxa de câmbio passa a ser determinada pelos mercados financeiros globalizados. No regime de câmbio administrado, a taxa de câmbio é resultante da correlação de forças entre a autoridade monetária e esses mercados (medida pelo tamanho relativo das reservas em divisas passíveis de serem utilizadas frente a um ataque especulativo e o volume de capitais que pode optar por uma fuga). Sob câmbio flutuante, cresce exponencialmente a importância dos mercados financeiros na determinação da taxa de câmbio que passa a ser reflexo direto da percepção dos agentes. Mesmo no caso da chamada “flutuação suja”, quando ocorre intervenção pública no mercado de câmbio, sua efetividade dependerá estreitamente da correlação de forças entre a autoridade monetária e os mercados. Quanto mais líquidos e profundos forem os mercados, menores serão as possibilidades de êxito da intervenção pública no sentido de manter a taxa de câmbio no nível desejado e/ou de atenuar sua volatilidade.

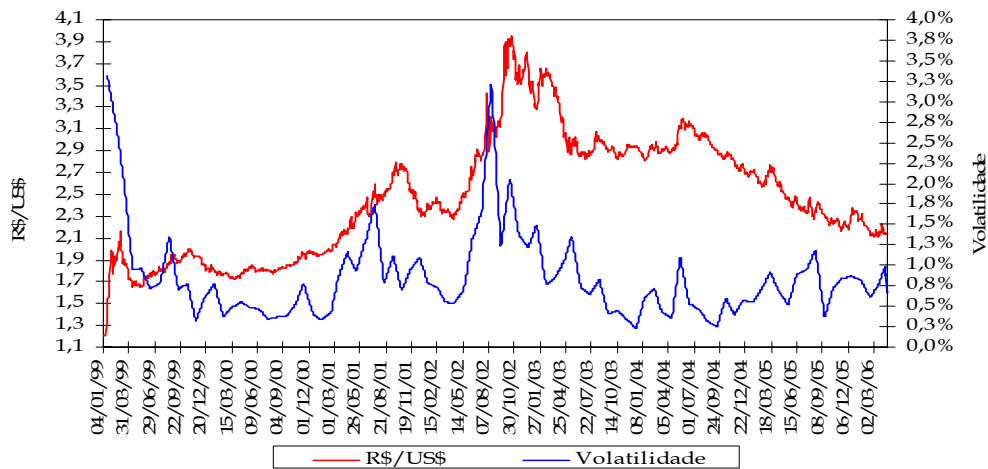
A supremacia dos mercados – característica fundamental da atual configuração financeira internacional – manifesta-se nas economias periféricas ao impor uma dinâmica específica à sua vulnerabilidade externa determinada pela lógica própria dos mercados. Os mercados financeiros são, por natureza, voláteis e instáveis. Os fluxos de capitais para os países emergentes e sua dependência em relação à dinâmica dos mercados financeiros dos países centrais são quem sabe ainda mais instáveis. Assim, quanto maior for o grau de abertura financeira das economias periféricas, mais estarão sujeitas às bruscas mudanças de humores dos investidores estrangeiros levando à acentuada e, por vezes, nefasta volatilidade de suas principais variáveis financeiras.

Mas, mesmo contra este pano de fundo de volatilidade intrínseca da taxa de câmbio das economias periféricas sem restrições aos fluxos de capitais, a volatilidade verificada nos mercados brasileiros, desde a mudança de regime cambial em janeiro de 1999, só pode ser qualificada de excessiva. A importância dos ciclos internacionais de liquidez na evolução da economia e das finanças brasileiras transparece na cronologia dos acontecimentos. O Plano Real foi adotado num período de farta liquidez internacional para as economias emergentes. Os fluxos de capitais internacionais resultaram em forte apreciação da taxa de câmbio do real e permitiram que o governo adotasse uma âncora cambial para os preços. Mas, este ciclo reverteu-se com a crise asiática de 1997, ainda durante o primeiro mandato presidencial de Fernando Henrique Cardoso e levou à crise cambial de janeiro de 1999. No início do segundo mandato de FHC, essa crise forçou a adoção do regime de câmbio flutuante que se traduziu por forte desvalorização. A fase de forte aversão aos riscos e baixa liquidez internacional ainda produziu dois ataques especulativos contra o real em 2001 e 2002. O período de elevada liquidez internacional para economias emergentes coincidiu com a posse do governo Lula e provocou uma euforia nos mercados de ativos financeiros brasileiros e uma acentuada elevação de posições especulativas, notadamente de investidores estrangeiros. Tal euforia resultou numa apreciação do real tão acentuada que o câmbio passou a constituir séria ameaça à competitividade externa dos produtos brasileiros e, por conseguinte, aos investimentos, à produção e ao emprego. O Gráfico 1 mostra os bruscos e rápidos solavancos seguidos de períodos de calma, que levaram a taxa de câmbio a desvalorizar-se 225% entre

janeiro de 1999 e setembro de 2002. Já, de setembro de 2002 à primeira quinzena de março de 2006, a taxa de câmbio apreciou-se em 46%, a maior valorização do mundo!

No que diz respeito aos impactos macroeconômicos da taxa de câmbio, tão importante quanto sua volatilidade elevada, é o fato que esses movimentos extremos se desenvolveram em tendências acentuadas e prolongadas, afetando as expectativas dos agentes e elevando seu grau de incerteza.

**Gráfico 1**  
Taxa de câmbio e volatilidade



Fonte: BCB. Elaboração própria.

### 1.1 Mercados financeiros, câmbio flutuante e ciclo de pessimismo

Em função de sua própria lógica, os mercados financeiros são sujeitos a surtos de euforia e pessimismo. “Isso ocorre a despeito dos esforços dos economistas que insistem em desenhar modelos de mercados eficientes ou construir teoremas sobre a indiferença das estruturas de financiamento. A coisa ainda fica pior quando os surtos de euforia envolvem riscos de ‘descasamento’ de moedas, o que freqüentemente tem levado a crises cambiais, financeiras e bancárias em países imprudentes.” (Belluzzo, 2002<sup>3</sup>).

No Brasil, o surto de pessimismo, que levou à mudança de regime cambial em janeiro de 1999, não se esgotou com ela. Passada a fase de *overshooting* cambial decorrente desta mudança, a situação tendeu para uma relativa calma no decorrer do resto do ano de 1999 e em 2000. Entretanto, logo se verificou que a desvalorização da moeda brasileira tinha sido insuficiente para provocar o esperado ajuste das contas externas e que os fluxos de capitais de curto prazo, para investimentos em carteira, praticamente desapareceram enquanto o déficit em transações correntes passou a ser coberto pelos investimentos estrangeiros diretos.

<sup>3</sup> Belluzzo, Luiz Gonzaga de Mello. Pedro Malan tira figurino britânico e ataca mercados. *Carta Maior*, “O outro lado da moeda”, São Paulo, 27 set. 2002. Disponível em: <<http://www.cartamaior.org.br>>.

Entre março e outubro de 2001, desenvolveu-se novo ataque especulativo contra a taxa de câmbio flutuante do real. Os motivos invocados para a forte desvalorização cambial daquele período foram: queda das ações de alta tecnologia nos mercados internacionais, crise da Turquia, crise argentina, racionamento de energia, menor crescimento ou recessão das economias desenvolvidas – em particular a dos EUA – e os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001. Novo ataque se desenvolveu a partir de abril de 2002. A realização de eleições para a Presidência da República e outras instâncias dos poderes executivo e legislativo contribuiu para esse processo, ao elevar as incertezas e a aversão ao risco dos investidores estrangeiros, mas não responde por toda a história. A principal característica do período foi a acentuada restrição do conjunto de fontes de créditos externos para as economias emergentes, com investidores procurando fugir dos riscos devido às incertezas que cercavam as perspectivas econômicas das economias centrais, ao colapso da Argentina, à crise de confiança nos mercados de capitais (fraudes contábeis, conflitos de interesses), à concordata de grandes empresas nos Estados Unidos e aos prenúncios da guerra contra o Iraque (Farhi; Cintra, 2003<sup>4</sup>). Somaram-se ainda ao conturbado quadro internacional, as repercussões domésticas do erro de formato no lançamento dos *swaps* cambiais vinculados a títulos de juros prefixados de curto prazo, que serão tratadas adiante. As repercussões de cada um desses ataques sobre a taxa de câmbio foram cumulativas e assemelharam-se às bolhas especulativas em que a alta dos preços acarreta um aumento no número de compradores dispostos a pagar preços cada vez mais altos porque presumem que a tendência persistirá.

Esses ataques sob regime de câmbio flutuante sublinharam as particularidades que os distinguem dos ataques ocorridos no regime de câmbio administrado. Na vigência da banda cambial, o ataque especulativo, a demanda por divisas e a fuga de capitais tinham impacto direto no nível das reservas internacionais do país. Num regime de taxa de câmbio flutuante, a demanda por divisas e a fuga de capitais passam a ocasionar uma depreciação da taxa de câmbio. As repercussões macroeconômicas desses ataques especulativos manifestaram-se por pressões suplementares nos preços que levaram a taxa de inflação de 2001 e de 2002 a ultrapassar os tetos máximos da meta fixada pelo governo que repercutiram em alta dos juros e redução do crescimento econômico. A combinação das políticas macroeconômicas câmbio flutuante/ regime de metas de inflação passou a mostrar seu potencial de transmitir à atividade econômica a instabilidade gerada nos mercados financeiros.

### **1.1.1 A liquidez dos mercados**

Antes da adoção do regime de câmbio flutuante, no Brasil, em janeiro de 1999, os mercados financeiros brasileiros já eram grandes “caixas de ressonância” da instabilidade da percepção dos investidores internacionais em relação às economias emergentes, em geral, e à brasileira, em particular.<sup>5</sup> Mas naquele período, a participação dos investidores estrangeiros nos mercados de

---

<sup>4</sup> Cintra, M. A. M.; Farhi, M. O crash de 2002: da “exuberância irracional” à “ganância infecciosa”. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 1(89), 2003.

<sup>5</sup> Em 1994, afluíram US\$ 50,6 bilhões em investimento de portfólio, sendo US\$ 6,9 bilhões direcionados ao mercado acionário e US\$ 43,6 bilhões, ao mercado de renda fixa. Entre 1995, em função da crise do México, e 1998, o saldo líquido anual caiu para US\$ 15,4 bilhões, em termos médios, apesar do elevadíssimo diferencial das taxas de juros praticadas para tentar defender a política de câmbio administrado. Em 1998, a crise da Rússia e suas repercussões na economia brasileira levaram a uma acentuada fuga desses capitais.

derivativos estava limitada à das instituições financeiras presentes no país por normas impostas durante a presidência de Gustavo Franco no Banco Central. Essas normas jogaram a favor das intervenções do BC no mercado de derivativos de câmbio, em sua malograda tentativa de manter o regime de câmbio administrado<sup>6</sup> na medida em que reduziam o acesso de novos participantes.

Após a adoção do câmbio flutuante em 1999 e nos ataques especulativos de 2001 e 2002, verificou-se uma escassez estrutural de vendedores, diante da magnitude dos compromissos externos, da demanda por cobertura de riscos para investimentos estrangeiros já realizados, além de forte demanda especulativa. A oferta se restringia aos fluxos decorrentes de saldos comerciais positivos, de eventuais investimentos externos não cobertos quando de sua internalização e de cíclicos e mais eventuais ainda fluxos de capitais externos. Já a demanda no mercado de câmbio à vista, no de títulos públicos indexados ao câmbio e nos derivativos de câmbio, se referia aos estoques de compromissos privados em divisas, de parte do estoque de investimentos estrangeiros já realizados no país além da demanda especulativa. Naqueles momentos, por ser o único detentor de estoque em divisas nas reservas internacionais do país, só o BC vendeu divisas de forma consistente. Mas, sua atuação foi limitada pelo tamanho das reservas líquidas de que dispunha.

No regime de câmbio flutuante, passado o *stress* provocado por sua adoção, constatou-se forte aumento dos volumes negociados na BM&F. Mas a partir do ataque especulativo de 2001, os volumes de derivativos de câmbio e de índice de ações voltaram a cair. O volume de contratos negociados durante um ataque especulativo permite avaliar o grau de intensidade das expectativas de mudança da taxa de câmbio. Quanto maiores e mais difundidas as expectativas de tal mudança, menor será o volume negociado, já que a esmagadora maioria dos participantes desejará assumir a mesma posição e não encontrará ofertas em quantidade suficiente ou a um nível de preços aceitável. As restrições à participação dos investidores estrangeiros nos mercados domésticos de derivativos foram eliminadas pela Resolução 2689 do Banco Central de 26 de janeiro de 2000, na presidência de Armínio Fraga (ver SEÇÃO IV). Mas, em tempos de instabilidade financeira e cambial, não se registrou uma participação significativa dos investidores institucionais estrangeiros. Esses dados reforçam a hipótese de que o país enfrentou, até outubro de 2002, uma restrição externa de liquidez. Os investidores internacionais tinham decidido reduzir suas posições em ativos brasileiros.

### **1.1.2 O Banco Central e os ataques especulativos**

Atenção especial deve ser consagrada à atuação do Banco Central ao longo desses episódios. Após janeiro de 1999, a autoridade monetária atuou esporadicamente no mercado à vista, ausentando-se completamente do mercado de derivativos de câmbio. A proibição de lançar mão de tais instrumentos foi, inclusive, inscrita nas renegociações dos acordos com o FMI de março de 1999 e de julho de 2001. Em 2001, o BC tentou arrefecer o ímpeto do ataque especulativo fazendo intervenções pontuais no mercado à vista de câmbio. Mas, logo se convenceu que, dado o nível de

---

<sup>6</sup> Antes da adoção do câmbio flutuante, a intensa participação do Banco Central no mercado de derivativos de câmbio na BM&F, buscando fornecer liquidez aos que temiam ou apostavam numa mudança de regime cambial foi um dos importantes mecanismos de “socialização dos prejuízos” que permitiram que a crise cambial brasileira tivesse uma menor repercussão na economia como um todo do que a constatada nas crises anteriores das economias emergentes.

reservas disponíveis, não poderia atender o volume de demanda existente e preferiu anunciar que limitaria suas intervenções a uma soma total de US\$ 3 bilhões para o restante do ano, dividida de forma linear resultando na venda diária de US\$ 50 milhões, e passou a aumentar a parcela de títulos públicos indexados ao câmbio. Esse anúncio foi interpretado como uma confissão de impotência da autoridade monetária e serviu de sinal para novas altas da taxa de câmbio. Após os atentados do 11 de setembro de 2001, relutante em aumentar mais a taxa de juros, o Banco Central lançou mão de outros instrumentos de política monetária e de regulamentação, como a redução do nível de alavancagem nas posições de câmbio e a elevação dos depósitos compulsórios dos bancos. Mas, sobretudo, indicou claramente ao mercado que considerava a desvalorização cambial excessiva ao ofertar um volume excepcionalmente elevado de títulos públicos indexados ao câmbio.

Em 2002, o ataque especulativo não se restringiu à taxa de câmbio do real e aos preços dos ativos brasileiros. Alguns levantavam a hipótese de moratória da dívida pública externa e interna. Assim, a autoridade monetária sentiu-se pressionada a oferecer instrumentos de *hedge* cambial que não pressionassem tanto a dívida pública e, sobretudo, a parcela desta indexada ao câmbio. Para tanto, obteve a autorização do FMI de lançar *swaps*<sup>7</sup> cambiais à condição que estes estivessem vinculados às LFTs (títulos públicos prefixados de curto prazo). Através deste derivativo, o Banco Central ficava comprado em taxa de juros prefixada em reais, e vendido na variação da taxa de câmbio nominal cambial. Esta vinculação com títulos com juros prefixados mostrou ser um erro de formato do novo instrumento e acabou provocando reações em cadeia nos mercados secundários. Os agentes estavam interessados apenas nos *swaps* que garantiam a correção pela taxa de câmbio e não tinham o menor interesse em manter títulos prefixados em carteira, no contexto de instabilidade financeira. Suas vendas de LFTs no mercado secundário levaram a fortes quedas de seus preços, o que equivale a uma elevação de sua taxa de juros. Assim, a fuga das LFTs acabou contaminando toda a estrutura de preços dos títulos públicos. Um mês após seu lançamento, o BC desistiu de vincular *swaps* cambiais às LFTs<sup>8</sup> e passou a negociar *swaps* “solteiros”, além de manter as colocações dos títulos do Tesouro Nacional indexados ao câmbio.

Em parte, esse erro foi decorrente da relutância do FMI em aceitar que o BCB voltasse a operar derivativos e tentou condicionar o lançamento do novo instrumento a títulos que promoveriam uma melhora no perfil da dívida interna. Mas, tratando do episódio, a revista *Época*, n. 212, de 10 de junho de 2002 aponta que “ao contrário do que muitas pessoas imaginavam, o presidente do Banco Central (BC), Arminio Fraga, é humano – erra como qualquer mortal. Operador astuto de seguidas crises, merecidamente festejado como competente defensor das finanças nacionais, Fraga passou a semana passada sob vaias, acusado de “barbearagem” na condução da política monetária.” Esse erro constituiu um dos principais fatores da abrupta antecipação da “marcação a mercado” das carteiras das instituições financeiras e dos fundos

---

<sup>7</sup> Por definição, um *swap* é um contrato de troca entre duas partes que se comprometem a intercambiar entre si ativos ou fluxos financeiros num prazo predeterminado.

<sup>8</sup> No boletim *Focus* de 27 de junho de 2002, o Banco Central reconhece que “os leilões de LFT conjugados com *swaps* cambiais foram interrompidos em maio de forma a reduzir pressão potencial sobre o preço das LFT negociadas no mercado secundário”.

mútuos,<sup>9</sup> tornada necessária para evitar que o resgate de investidores institucionais e corporativos mais bem informados da queda dos preços dos títulos públicos exacerbasse as perdas dos investidores menos informados. Percebendo o risco, o Banco Central resolveu encurtar o prazo para a “marcação a mercado”, tratando de dividir logo a conta entre os cotistas. O impacto desta alteração foi uma desvalorização abrupta dos patrimônios líquidos dos fundos DI e de renda fixa, bem como uma volatilidade sem precedentes que se seguiu em seus retornos diários. Muitos investidores que aplicavam suas economias nesses fundos de investimento constataram que eles não ofereciam a segurança e o conservadorismo alardeados. A crise de confiança levou ao resgate de R\$ 54,5 bilhões, ou 14,6% dos fundos, nos três meses após a adoção da marcação a mercado. Parte desses resgates foi utilizada na compra de divisas acentuando ainda mais a desvalorização do real.

No torvelinho internacional de aversão aos riscos e seus reflexos nos mercados financeiros brasileiros, o baixo nível de reservas em divisas diante da imensa demanda fez com que a atuação da autoridade monetária se revelasse impotente para atenuar a volatilidade e a desvalorização da taxa de câmbio.

## **1.2 Mercados financeiros em tempos de euforia**

A reversão do ciclo internacional de escassez de recursos para as economias emergentes teve início no último trimestre de 2002, praticamente coincidindo com a posse do governo Lula. A nova fase de abundância de liquidez para as economias emergentes decorreu do aumento do apetite ao risco nos mercados globais e da busca desenfreada por rendimentos. Esta fase se encontra ainda em curso no início de 2006, Mas, ela tem sido entrecortada de mini-ciclos de reversão, sobretudo em função do processo de elevação das taxas de juros básicas das economias desenvolvidas, em particular a norte-americana, que suscitam dúvidas e incertezas sobre sua continuidade.

A apreciação da moeda e dos ativos brasileiros que se verificou ao longo de 2003 pode, essencialmente, ser atribuída à reversão dos ataques especulativos que tinham deprimido fortemente seus preços. Mas, a partir do início do segundo semestre de 2004, a valorização do real voltou a ter forte aceleração quando a autoridade monetária assinalou para o início de novo ciclo de alta da taxa de juros básica. A combinação entre juros mais elevados e um risco-país que continuava a se reduzir começou a atrair o interesse dos especuladores mais agressivos que começaram a fazer apostas na valorização da moeda brasileira.

Até o fim do ano de 2004, a apreciação do real conviveu com um período de desvalorização do dólar americano face às demais moedas e foi então atribuída pelas autoridades a este fator. Em

---

<sup>9</sup> A regra de marcação a mercado existia desde 1995, mas não era seguida por muitos bancos. Sua aplicação generalizada estava prevista para o mês de setembro de 2002, mas a Comissão de Valores Mobiliários e o BC anteciparam esta data para 31 de maio de 2002. Ela requer que todos os ativos detidos por fundos de investimento e por tesourarias de instituições financeiras sejam avaliados a preços de mercado. Antes disto, todos os ativos, incluindo os dos fundos DI, tinham seu valor reconhecido com base em custos históricos e rendimentos acumulados.



sua interpretação, não era o real que se valorizava, mas o dólar que se depreciava... Mas, a partir de janeiro de 2005, o dólar voltou a se valorizar diante das outras moedas, enquanto o real, impávido, continuava se apreciando e a taxa de juros básica seguia sua trajetória de alta. A apreciação do real foi muito maior em relação ao dólar do que a de outras moedas em decorrência, de um lado, do endurecimento da política monetária e, de outro lado, da queda do risco país. É indispensável sublinhar novamente que a taxa de juros brasileira tem constituído um recorde mundial tanto em termos nominais quanto reais. A flagrante anomalia dessa divergência entre elevada taxa de juros e risco país em queda tem condicionado os movimentos de preços dos ativos brasileiros, notadamente a taxa de câmbio.

Os investidores internacionais elevaram consideravelmente suas apostas na valorização do real, em uma futura queda da taxa básica de juros brasileira e numa valorização dos demais ativos. Seu interesse foi aguçado, a partir do mês de novembro de 2004, pelas emissões privadas de títulos de dívida externa denominados em reais<sup>10</sup> e pagando juros próximos aos juros internos que atraíram uma demanda mais elevada do que se supunha e despertaram o interesse de um grande número de *players* internacionais.

As emissões privadas foram seguidas, em agosto, por uma emissão internacional de um bônus soberano brasileiro denominado em reais para vencimento em 2016. O sucesso desta emissão foi decisivo para fortalecer a crença do governo brasileiro que era possível estabelecer uma curva de rendimentos em reais por prazos mais longos e com juros pré-fixados ou indexados à inflação. Esta crença levou à adoção (MP 281, editada em 15 de fevereiro de 2006) de uma isenção de impostos aos estrangeiros que adquirirem títulos da dívida pública interna, de forma a tirar proveito do imenso apetite por rendimento nos mercados internacionais para melhorar o perfil da dívida pública interna, alongar seus prazos, provocar uma queda mais acentuada dos juros de mais longo prazo e, *last but not least*, reduzir o endividamento em divisas ao substituir dívida externa por dívida interna.<sup>11</sup>

### **1.2.1 Instrumentos fora de balanço e investidores estrangeiros**

O fluxo de câmbio no mercado à vista (constituído pelo volume de câmbio contratado acrescido das posições em divisas dos bancos) explica apenas parte da apreciação do real. Para entender uma valorização tão acentuada da taxa de câmbio do real deve se acrescentar o considerável aumento do volume de operações financeiras com instrumentos derivativos ao fluxo de câmbio no mercado à vista. Essas operações com instrumentos fora de balanço,<sup>12</sup> caracterizadas por uma alavancagem elevada, buscam tirar proveito da valorização do real e das elevadas taxas de

---

<sup>10</sup> Embora sejam efetivamente liquidados em dólares, estes bônus acompanham a evolução da taxa de câmbio do real.

<sup>11</sup> Em fevereiro e março de 2006, investidores não-residentes adquiriram 20% dos papéis públicos ofertados, elevando a média mensal anterior, que era menor que 5%. Esse aumento de apetite também fez com que as instituições financeiras estrangeiras adquirissem 41% do total de R\$ 18,798 bilhões ofertado em leilões somente em março. Em fevereiro, essa participação tinha sido de 34% do total.

<sup>12</sup> A expressão contábil dos derivativos financeiros contribui para acentuar a virtualidade desses mercados. O balanço de toda empresa dá no ativo a imagem do que é possuído e no passivo do que é devido. Mas as operações em curso não resumem todas as suas atividades que também são constituídas de promessas e compromissos futuros. Esses não podem ter um registro contábil no balanço e são registrados em contas especiais ditas “fora de balanço”.

juros internas. Através da arbitragem, a taxa de câmbio formada nos mercados para liquidação futura tem impacto direto na taxa de câmbio à vista.

A importância dos derivativos na apreciação do real não pode ser inteiramente dimensionada, já que essas operações são realizadas tanto em mercados organizados – que fornecem números precisos sobre os volumes negociados – quanto em mercados de balcão, inclusive os localizados *offshore*<sup>13</sup> para os quais não existem números recentes e confiáveis. Fontes de mercado indicam que as operações *offshore* podem ter alcançado US\$ 75 bilhões no primeiro trimestre de 2006. Somam-se a isto contratos em aberto (Tabela 1) próximos de US\$ 50 bilhões nos derivativos de câmbio na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F). Esses volumes são muito superiores aos negociados no mercado de câmbio à vista.

**Tabela 1**

Volume de contratos negociados na BM&F, por ativo

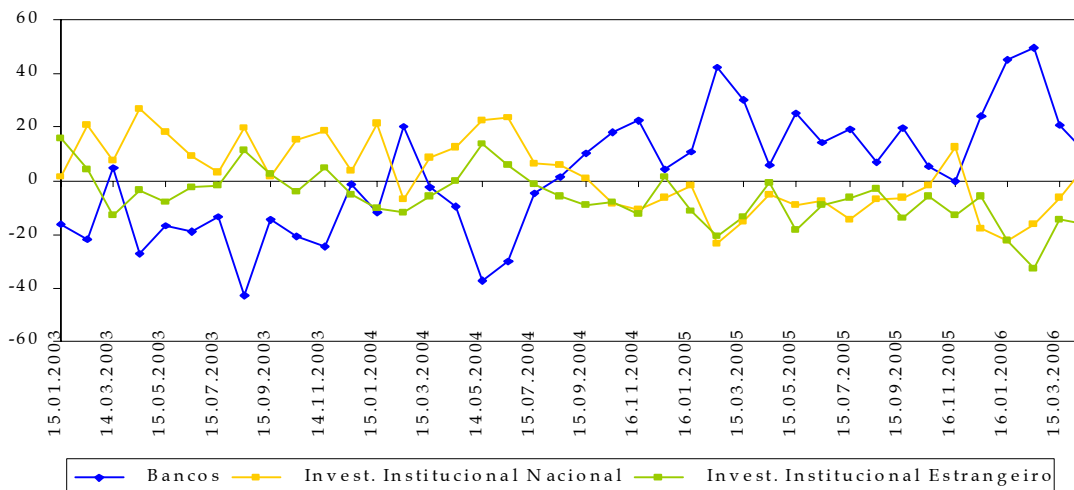
| Ano  | Câmbio   | Índice de ações | Taxas de juros |
|------|----------|-----------------|----------------|
| 2003 | 19320993 | 6631272         | 83553886       |
| 2004 | 27421447 | 7160152         | 139066000      |
| 2005 | 41810287 | 6136482         | 146655688      |

**Fonte:** Síntese de Dados, BM&F.

Os dados fornecidos pela BM&F permitem avaliar o tamanho das posições dos investidores institucionais estrangeiros, embora não permitam distinguir as posições dos bancos internacionais das mantidas por bancos nacionais. Os investidores estrangeiros tiveram importância decisiva no imenso aumento do volume de negócios com ativos financeiros brasileiros e seus derivativos. O efeito do elevado volume dessas apostas expressou-se na taxa de câmbio, nos preços dos ativos e na curva de juros apurada através dos contratos futuros de juros da BM&F. No mercado de derivativos de câmbio, as posições dos investidores estrangeiros estão concentradas na ponta de venda, que realiza lucros na apreciação do real (Gráfico 2). No mercado de derivativos de juros, desde setembro de 2004, quando o Banco Central iniciou o “processo de elevação da taxa de juros” que levou a Selic de 16% para 19,75% – os investidores institucionais estrangeiros reinam incontestes na ponta comprada (Gráfico 3), que representa uma aposta na queda da taxa Selic, sobretudo nos vencimentos mais longínquos, acreditando que a taxa de juros básica da economia brasileira não poderá manter-se indefinidamente em patamar tão superior ao dos praticados por outras economias emergentes. O Gráfico 4, por sua vez, mostra o predomínio dos investidores estrangeiros na compra de índice futuro de ações.

**13** O mecanismo de derivativos financeiros neles empregado é o *non deliverable forward* (NDF) ou mercado a termo sem entrega física. O NDF é conceitualmente similar a uma simples operação de câmbio a termo em que as partes concordam com um montante principal, uma data e uma taxa de câmbio futuras. A diferença é que não há transferência física do principal no vencimento. A liquidação financeira que reflete a diferença entre a taxa de câmbio inicial e a constatada na data do vencimento é feita em US\$ ou em outra divisa plenamente conversível.

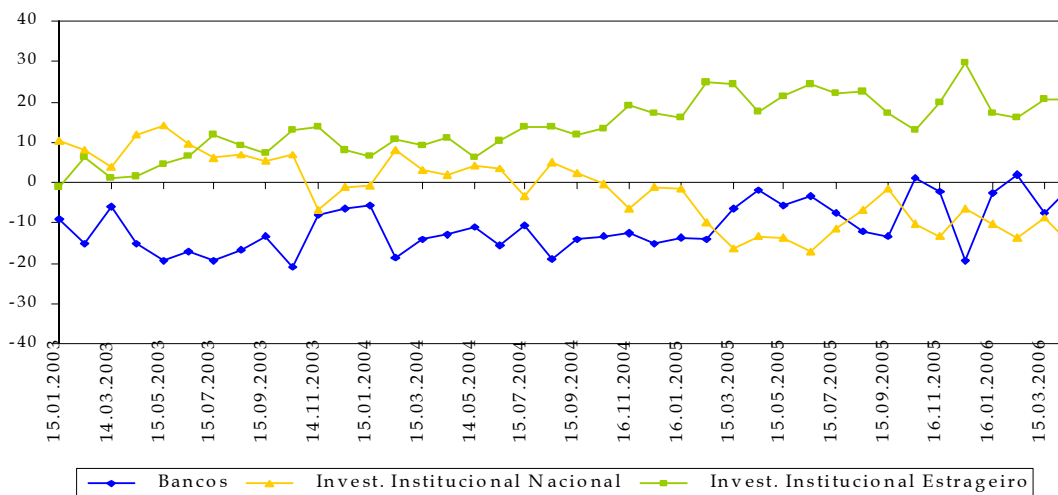
**Gráfico 2**  
 Contratos em aberto <sup>(a)</sup> na BM&F  
 Derivativos de taxa de câmbio <sup>(b)</sup>



- a) os contratos em aberto são uma medida do estoque de posições assumidas e não liquidadas.
- b) as observações acima da linha representam posições compradas em câmbio futuro que terão lucro caso o real se desvalorize; as abaixo da linha são posições vendidas cujo lucro depende da apreciação do real.

**Fonte:** BM&F. Elaboração própria.

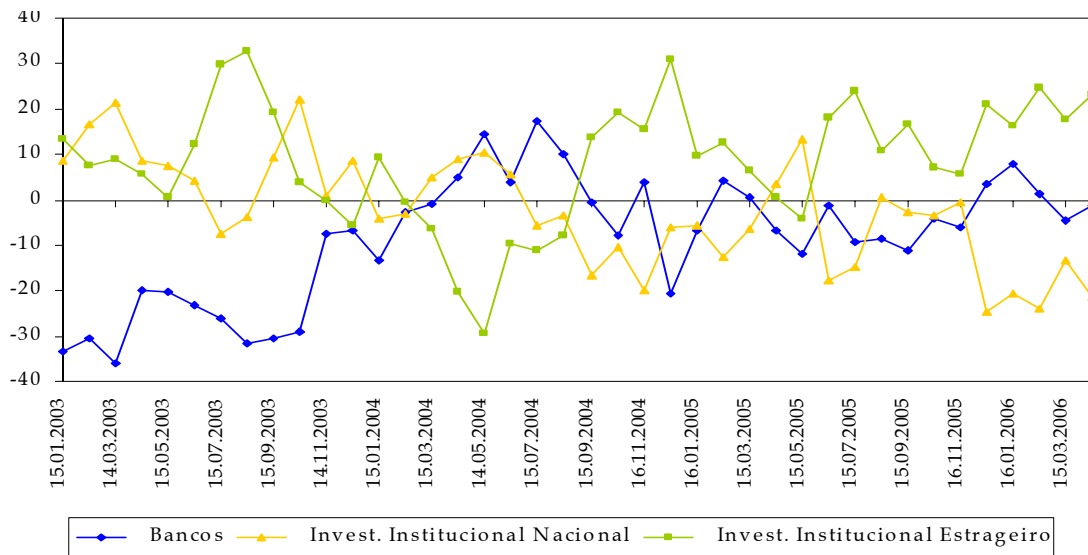
**Gráfico 3**  
 Contratos em aberto na BM&F – Derivativos de taxas de juros <sup>(c)</sup>



- c) as observações acima da linha representam posições compradas em juros futuros que terão lucro caso a taxa de juros caia; as abaixo da linha são posições vendidas assumidas na expectativa que a queda dos juros não seja tão intensa quanto prevista.

**Fonte:** BM&F. Elaboração própria.

**Gráfico 4**  
Contratos em aberto na BM&F – Derivativos de índice de ações (d)



d) observações acima da linha representam posições compradas em índices de ações que terão lucro em caso de alta na Bolsa de Valores; as abaixo da linha são posições vendidas assumidas na expectativa que o preços das ações venha a cair.

**Fonte:** BM&F. Elaboração própria.

O predomínio dos investidores estrangeiros também se verifica nos negócios à vista de ações na Bovespa (Tabela 2) e foi o fator preponderante na alta dos preços das ações, inclusive em períodos de crise política. No ano de 2006, até o dia 4 de abril, sua participação chegou a representar 36,4% dos negócios realizados.

**Tabela 2**  
Participação dos investidores na Bovespa – (Compras + Vendas)

| Anos | Pes. físicas | Institucionais | Estrangeiro | Instit. Finan. |
|------|--------------|----------------|-------------|----------------|
| 2005 | 25,4         | 27,5           | 32,8        | 11,7           |
| 2004 | 27,5         | 28,1           | 27,3        | 13,8           |
| 2003 | 26,2         | 27,6           | 24,1        | 18,0           |
| 2002 | 21,9         | 16,5           | 26,0        | 32,1           |
| 2001 | 21,7         | 16,0           | 25,1        | 34,0           |
| 2000 | 20,2         | 15,8           | 22,0        | 36,7           |
| 1999 | 15,9         | 15,6           | 22,3        | 39,1           |
| 1998 | 12,3         | 17,6           | 25,1        | 37,0           |
| 1997 | 10,4         | 19,0           | 25,9        | 40,0           |
| 1996 | 9,9          | 13,0           | 28,6        | 45,1           |
| 1995 | 11,3         | 15,8           | 26,4        | 41,3           |
| 1994 | 9,7          | 16,4           | 21,4        | 45,5           |

**Fonte:** Bovespa.

Nos negócios à vista no mercado internacional, um grande volume tem sido registrado com títulos da dívida externa pública e privada bem como com ações de empresas brasileiras negociadas nos EUA (*American Depositary Receipts*, ADRs). Altamiro Silva Júnior (*Valor Econômico*,

12 abr. 2006) aponta que as ações brasileiras foram as mais negociadas no primeiro trimestre de 2006. Operações no valor de US\$ 61,5 bilhões fizeram que os ADRs brasileiros superassem os de empresas do Reino Unido ou da China e assumissem o primeiro lugar de ações estrangeiras na Bolsa de Nova York. Em volume de negócios com ADRs, a Petrobrás foi a primeira colocada em março de 2006 com um giro de US\$ 7 bilhões, enquanto por exemplo, a *British Petroleum* movimentou US\$ 4,5 bilhões. Em dólar, os preços desses ADRs subiram 19,5% no trimestre, ganho superior ao das empresas chinesas (19,1%), asiáticas (9,8%) ou da média dos países emergentes (12,7%).

As elevadíssimas apostas dos investidores estrangeiros na valorização da taxa de câmbio e dos demais ativos brasileiros configuram uma espécie de bolha especulativa. Tais apostas refletem suas expectativas de “convergência” (ver SEÇÃO III) das taxas de juros e dos preços dos ativos brasileiros para níveis mais compatíveis com os das demais economias emergentes que levaria o Brasil a alcançar o almejado *investment grade*.

Essas apostas têm levado a forte valorização da taxa de câmbio e dos preços dos ativos, causando distorções de preços e provocando impactos macroeconômicos de alcance ainda não totalmente esclarecido. A alta dos preços das ações brasileiras em 2005 ocorreu paralelamente a um crescimento pífio da economia. As empresas têm preferido reduzir seu endividamento externo e distribuir dividendos, ao invés de fazer novos investimentos no país. Muitas delas estão anunciando investimentos no exterior para driblar os efeitos da valorização do real em sua competitividade internacional. A apreciação cambial tem atraído críticas até dos economistas considerados como arquétipos da ortodoxia, como a recente análise de John Williamson, principal formulador do conjunto de reformas econômicas liberais conhecido como Consenso de Washington, que advertiu que “a excessiva valorização do câmbio é perigosa e deve ser evitada” além de assinalar que “o Banco Central aumentou os juros além do que seria preciso para conter a inflação nos últimos anos e poderia acelerar o ritmo de redução da taxa Selic” e recomendar que “o BC deveria adotar uma estratégia mais agressiva de acumulação de reservas para deter a valorização do real em relação ao dólar e poderia baixar a taxa de juros mais rapidamente do que tem feito.”<sup>14</sup>

Como as posições de derivativos não acarretam entradas de capitais no país, elas estão imunes a medidas fiscais como a tributação pelo Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), adotadas por Gustavo Franco e recentemente sugeridas por Pastore. O IOF sobre fluxos de capitais de curto prazo pode impor um custo adicional às operações realizadas no mercado à vista de câmbio, mas outras soluções devem ser consideradas para reduzir o volume das apostas em derivativos. Entre essas destacam-se as seguintes: para os investidores nacionais, é possível aumentar as margens das operações de derivativos, reduzindo o grau de alavancagem destas operações, também é possível exigir dos bancos mais capitalização nas operações com moeda estrangeira e com derivativos que envolvam moeda estrangeira. Quanto aos investidores estrangeiros, é factível voltar a aplicar as restrições impostas por Gustavo Franco, extintas pela Resolução 2689 do Banco Central de 26 de janeiro de 2000.

---

<sup>14</sup> Cf. BC poderia baixar os juros mais rapidamente. *Valor Econômico*, 31 mar. 2006. p. C5

Neste cenário de aumento dos volumes das posições em ativos brasileiros, os agentes aceitaram correr mais riscos e, muito provavelmente, aumentaram o grau de alavancagem das carteiras.<sup>15</sup> Quanto mais elevadas forem as posições com riscos, a participação de capitais estrangeiros voláteis de curto prazo e a alavancagem das carteiras, potencialmente maior e mais abrupta poderá ser a repercussão de uma mudança de cenário causada pela redução da liquidez internacional, pela queda do apetite dos investidores por risco ou por algum outro fator impossível de determinar *ex-ante*.

### 1.2.2 O BCB e a taxa de câmbio

A partir de 2003, o novo ciclo de liquidez internacional para economias emergentes levou o BCB a atuar de forma intermitente no mercado de câmbio, comprando divisas para recompor reservas, além de não renovar os títulos da dívida pública indexados ao câmbio. Mas, suas intervenções não foram persistentes, com grandes períodos de inação que reforçaram a interpretação dos agentes dos mercados financeiros que sua intenção básica era de promover a valorização cambial como instrumento contra a inflação.

No início de fevereiro de 2005, reconhecendo que a pressão sobre a taxa de câmbio provinha igualmente de operações financeiras e que essas operações estavam dificultando a elevação da taxa de juros projetada para prazos mais longos, o BCB decidiu ofertar derivativos de câmbio, denominados de *swaps* reversos com características opostas às dos *swaps* cambiais emitidos em 2002. Os novos *swaps* têm o propósito de proporcionar aos investidores um retorno semelhante à compra de reais contra dólares e sua aplicação à taxa dos Certificados de Depósitos Interbancários (CDI). Para o BCB, a operação tem resultado equivalente ao de uma compra futura de dólares pagando os juros do CDI. Nesse sentido, este derivativo de câmbio contém todos os ingredientes buscados pelos investidores, através de complexas operações de engenharia financeira. Vale dizer, a autoridade monetária, da mesma forma que em 2002, forneceu liquidez aos investidores além de ter contribuído para a elevação do volume de derivativos de câmbio do real. No balanço do período, constata-se que a atuação da autoridade monetária, no mercado à vista (compra de US\$ 34,7 bilhões de janeiro de 2004 a março de 2006) e no de derivativos, não impediu a continuidade da valorização do real embora possa ter reduzido seu ritmo.

A imprensa tem apontado que devido a essas operações, o governo teria passado a ser credor líquido em dólar. Os dados fornecidos pelo Relatório de Inflação do BCB de março de 2006 mostram que “a dívida líquida interna, acrescida da exposição em *swap* cambial evoluiu de US\$ 59 bilhões em final de 2002 para o saldo líquido negativo de US\$ 11 bilhões em janeiro de 2006. Esse recuo refletiu a redução da dívida cambial de US\$ 33,2 bilhões para US\$ 2,8 bilhões, e a inversão da posição de *swap*, da posição “vendida” de US\$ 25,8 bilhões para posição “comprada” de US\$ 13,8

---

<sup>15</sup> Muitos participantes nos mercados financeiros apontam, por exemplo, para a existência de vultuosas operações de *hedge funds* com ativos brasileiros utilizando recursos tomados a baixíssimo custo em iene japonês. O retorno do crescimento econômico do Japão deve levar a uma elevação da taxa de juros daquele país, provocar um fortalecimento de sua moeda e causar a liquidação dessas e de outras operações de *carry trade*.

bilhões no mesmo período”. Mas, deve ser ressaltado que nenhum dos derivativos, tanto os negociados na BM&F, nos mercados *offshore*, quanto os emitidos pelo Banco Central prevêem a entrega efetiva de divisas. No vencimento, as liquidações são apenas referenciadas à taxa de câmbio à vista do real. Assim, mesmo que os *swaps* reversos permitam à autoridade monetária aumentar a sua cobertura cambial, em nenhum momento essas posições passarão a fazer parte das reservas internacionais do país, embora tenham custado a elevada taxa do CDI. Como todos os derivativos, passado o vencimento dos *swaps* reversos,<sup>16</sup> a cobertura cambial oferecida por eles desaparecerá junto com a posição credora do governo.

Resta que, por intermédio da taxa de juros básica e num contexto de liquidez internacional elevada, a atuação da autoridade monetária tem tido impacto significativo e direto na taxa de câmbio, ao contrário do período anterior em que suas intervenções nos mercados e de sua política de juros foram inócuas para a taxa de câmbio.

## **2 Inflação e política monetária**

A dinâmica da inflação no Brasil tem mantido estreita vinculação com a taxa de câmbio desde a adoção do Plano Real em 1994. Naquele período, a taxa de câmbio sobrevalorizada serviu de âncora para a estabilização dos preços. Os contratos de privatização de empresas estatais do setor de serviços acentuaram esta vinculação ao indexar seus preços a índices de inflação que refletem mais rápida e intensamente a taxa de câmbio. Em janeiro de 1999, após a adoção do regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio passou a constituir o principal propulsor das alterações de preços, acelerando a inflação nos momentos em que a aversão aos riscos predominava nos mercados internacionais. No novo ciclo de elevada liquidez internacional, o câmbio voltou a cumprir o papel de principal fator de estabilidade dos preços e canal de transmissão da política monetária, atenuando os efeitos de outros choques exógenos como os aumentos dos preços internacionais das *commodities*.

A mudança de regime cambial provocou alterações na forma com que o governo passou a procurar controlar a inflação. Em 1999, o Banco Central adotou o regime de metas de inflação, com a taxa de juros tornando-se o instrumento mais importante à disposição das autoridades monetárias. Em contraposição à política monetária discricionária, em que a autoridade monetária reserva-se o direito de utilizar os instrumentos de que dispõe em função do estado da economia, o regime de metas de inflação consiste numa regra fixa que condiciona a utilização dos instrumentos de política monetária à obtenção de um objetivo predeterminado.

### **2.1 Regime de metas de inflação**

Os fundamentos teóricos do regime de metas de inflação se baseiam no princípio de neutralidade da moeda e nas hipóteses novo clássicas de expectativas racionais, equilíbrio de

---

**16** 77,4% dos contratos de *swaps* reversos vencem em 2006 (Relatório de Inflação do BC de março de 2006).

mercado, preços flexíveis e oferta de trabalho determinada por salários reais. Mas, no que concerne à política monetária, o principal argumento do modelo novo clássico é a existência de um viés inflacionário inerente à prática governamental<sup>17</sup> que leva a autoridade monetária a praticar uma política caracterizada como “inconsistente temporalmente”.<sup>18</sup> Nesse contexto, a ênfase na estabilidade de preços é feita em contraposição às políticas monetárias discricionárias – decorrentes das análises macroeconômicas keynesianas que consideram que a moeda não é neutra – cujo intuito é a redução do desemprego, consideradas ineficientes pelos novos clássicos. A ampla aceitação desses argumentos levou tanto ao desenvolvimento do regime de metas de inflação quanto à tese da independência do Banco Central como formas de impedir a concretização do viés inflacionário. Nesta visão, o regime de metas de inflação consiste na adoção de regras definidas para a condução da política monetária por um Banco Central com objetivos precisos de estabilidade de preços e, portanto, incentivado a não ser contaminado por este viés.

As principais características da implementação de um regime de metas de inflação são o anúncio público que o Banco Central tem o objetivo de levar ou manter a inflação a um nível numérico predefinido (que pode ser um ponto específico ou comportar uma banda), o horizonte temporal relevante para se alcançar a meta; a escolha de um parâmetro para mensurar a inflação e aferir o cumprimento da meta; o grau de responsabilização da autoridade monetária, caso ela não seja atingida, e a necessidade que suas ações tenham transparência e sejam comunicadas ao público. Neste momento, deve estar definido se este será o único objetivo do Banco Central, ao qual outros se subordinem, ou se deverá se combinar com outros objetivos como crescimento econômico. A adoção desse novo regime deve abrir a possibilidade de uma convergência gradual da inflação para um patamar definido como de “estabilidade de preços”.<sup>19</sup> Alguns autores listam condições adicionais que seriam fundamentais para o bom funcionamento do regime de metas de inflação, entre as quais destacam-se: inexistência de outra âncora nominal para as expectativas (que fornece a base para a combinação do regime de metas com o de câmbio flutuante); austeridade na gestão das contas públicas; (ausência de dominância fiscal); solidez do sistema financeiro (para evitar que a autoridade monetária tenha de atuar como prestador de última instância). (Mishkin, 2000<sup>20</sup>; Mishkin; Schmidt-Hebbel, 2001<sup>21</sup>).

---

**17** Esse viés inflacionário de política monetária decorreria das pressões políticas. Políticos de sociedades democráticas, guiados pela necessidade de reeleição, adotariam medidas como a diminuição da taxa de juros, abaixo de seu nível de equilíbrio, com o objetivo de reduzir o desemprego. No curto prazo, tais medidas podem ter algum sucesso, se surpreenderem os agentes. No longo prazo, a existência de um *trade-off* entre produto (ou emprego) e inflação é enfaticamente negada pelos novo-clássicos que sublinham que na medida em que a moeda é neutra, no longo prazo, a política monetária só afeta os preços, sem influenciar o emprego e a renda.

**18** “Uma política é dita temporalmente inconsistente se determinada decisão de política econômica, que faz parte de um plano ótimo, anunciada em determinado período, deixa de ser ótima em uma data futura, mesmo que nenhuma nova informação relevante tenha surgido no período em questão”. (Modenesi, A. M. *Regimes monetários*. Barueri, SP: Manole Ed., 2005. p. 166.

**19** A estabilidade de preços não significa, na prática, uma inflação zero, mas uma inflação baixa e estável.

**20** Mishkin, Frederic S. Inflation targeting for emerging market countries. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, v. 90, n. 2, p. 105-109, May 2000.

**21** Mishkin, Frederic S.; Schmidt-Hebbel, Klaus. *One decade of inflation targeting in the world: What do we know and what do we need to know?* Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Jul. 2001. (NBER Working Paper, n. 8397); Corbo, Vittorio; Landerretche, Oscar; Schmidt-Hebbel, Klaus (Ed.). *Ten years of inflation targeting: design, performance, challenges*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2001.



Um amplo e importante debate tem se desenvolvido entre economistas e banqueiros centrais sobre a caracterização do regime de metas de inflação como um conjunto de regras a ser aplicado pelo Banco Central de forma a atingir seu objetivo. Como veremos adiante, este debate é bastante relevante na discussão comparada entre a política monetária praticada pelo Banco Central do Brasil sob a presidência de Armínio Fraga e a de Henrique Meirelles. Para alguns, tais regras devem ser rígidas, de forma a maximizar a credibilidade do Banco Central. Para eles, o custo de uma política monetária restritiva em termos de PIB é, no máximo, de curto prazo, podendo ser negligenciado. Já, outros (Bernanke<sup>22</sup> e Mishkin, 1997, p. 12<sup>23</sup>) defendem a adoção deste regime, mas sublinham que ele constitui um “quadro de referência” (*framework*) flexível para a política monetária e não um conjunto de *ironclad rules*. Se o regime de metas for interpretado como sendo de regras rígidas “então deveríamos conceder que essa abordagem é suscetível a importantes críticas. Primeiro, a idéia que a política monetária não tem (essencialmente) outros objetivos além da inflação encontra pouca sustentação entre banqueiros centrais, o público e muitos economistas monetários. Segundo, dado que os Bancos Centrais se preocupam com produto, emprego, taxas de câmbio e outras variáveis além da inflação, tratar o regime de metas como uma regra literal pode levar a obter resultados econômicos muito pobres (*very poor economic outcomes*)... Uma ênfase exclusiva nas metas de inflação pode acarretar uma economia real altamente instável, caso ocorram significativos choques de oferta, como grandes mudanças nos preços do petróleo.”

### 2.1.1 Regime de metas de inflação nas economias emergentes

Entre os países que adotaram o regime de metas de inflação, incluem-se economias emergentes para as quais é importante examinar a questão mais estrutural de sua adequação, em virtude dos choques exógenos suplementares a que estão sujeitas decorrentes da volatilidade e do caráter cíclico dos fluxos financeiros internacionais. O vínculo entre regimes cambiais e políticas monetárias das economias emergentes tem sido objeto de inúmeras publicações e de intenso debate. Em maio de 2005, o *Bank for International Settlements* (BIS, 2005<sup>24</sup>) publicou um extenso trabalho reunindo diversas contribuições analíticas e estudos de caso em diversos países. Nele, esta questão está retratada com autores (Hawkins, 2005<sup>25</sup>) defendendo que a crescente internacionalização financeira tem encorajado a convergência das políticas monetárias para a utilização de *market based instruments* e para o regime de metas de inflação. Outros (Mohanty; Scatigna, 2005<sup>26</sup>) apontam para a perda de independência das políticas monetárias, visto que para o conjunto das economias emergentes, emitentes de moeda inconvertível, a crescente liberalização das contas de capitais e a desregulamentação financeira tiraram graus de liberdade na

---

<sup>22</sup> Ben Bernanke substituiu Alan Greenspan na presidência do Federal Reserve Americano, em 2006.

<sup>23</sup> Bernanke, B.; Mishkin, F. *Inflation targeting: a new framework to monetary policy*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1997. (NBER Working Paper, n. 5893). Disponível em: <<http://www.nber.org>>.

<sup>24</sup> Bank for International Settlements (BIS). *Globalisation and monetary policy in emerging markets*. May 2005a. (BIS Papers n. 23). Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

<sup>25</sup> Hawkins, John. Globalisation and monetary operations in emerging economies. In: Bank for International Settlements (BIS). *Globalisation and monetary policy in emerging markets*. May 2005b. (BIS Papers n. 23). Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

<sup>26</sup> Mohanty, M. S.; Scatigna, Michela. Has globalisation reduced monetary policy independence? In: Bank for International Settlements (BIS). *Globalisation and monetary policy in emerging markets*. May 2005c. (BIS Papers n. 23). Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

determinação do regime cambial e da política monetária. Segundo esses autores, isso se verifica, sobretudo, nas economias com um grau elevado de abertura financeira, acentuando a inter-relação entre taxas de juros e de câmbio, enquanto as que mantêm algum grau de controle sobre os fluxos de capitais conseguem, pelo menos parcialmente, insular suas políticas monetária e cambial. Ademais, países em que os fluxos de capitais externos de curto prazo são pouco importantes diante dos fluxos de capitais mais estáveis, como os investimentos diretos, mantêm maior independência na determinação das taxas de juros e de câmbio. Já os que necessitam garantir a continuidade e permanência dos fluxos de curto prazo, para financiar seus balanços de pagamentos, são levados a determinar suas políticas monetária e cambial em função desses fluxos.

A adoção cada vez mais generalizada de taxas de câmbio flutuante resulta numa volatilidade desta taxa mais elevada nas economias emergentes,<sup>27</sup> do que nas desenvolvidas, devido aos ciclos de *feast or famine* de liquidez internacional que provocam surtos inflacionários pela transmissão (*pass-through*) – também muito mais alta – das desvalorizações cambiais aos preços. Uma depreciação percebida como persistente da taxa de câmbio pelos agentes econômicos pode resultar em conseqüências inflacionárias, reduzindo o grau de autonomia da política monetária. Se tal efeito for elevado, as autoridades monetárias serão obrigadas a elevar a taxa de juros em resposta a um choque externo, para controlar seus efeitos sobre os preços. Quanto maior o *pass-through*, maior será o impacto do câmbio sobre a inflação e maior a propensão das autoridades monetárias a aumentarem as taxas de juros. Nessas condições, as taxas de juros resultantes da política monetária passam a sofrer influência direta do regime cambial adotado. Truman (2002<sup>28</sup>) chega a afirmar que: “se os preços da maioria dos bens e serviços estão vinculados aos movimentos da taxa de câmbio, seria razoável perguntar se essa economia está bem servida pelo regime de câmbio flutuante”.

## 2.2 Metas de inflação e câmbio flutuante no Brasil

No Brasil, o regime de metas de inflação, sugerido pelo FMI, foi adotado em julho de 1999, no contexto de fortes desvalorizações do real e num cenário externo caracterizado por elevada aversão aos riscos,. Ele tinha por objetivo substituir a âncora cambial, vigente na primeira fase do Plano Real, por uma “âncora nominal” das expectativas dos agentes. Na busca de credibilidade, a autoridade monetária que tinha se desgastado na atribulada mudança de regime cambial, definiu um formato para o regime de metas de inflação extremamente rígido e despido de flexibilidade.

O formato brasileiro do regime de metas de inflação pode ser descrito da seguinte maneira: as metas são decididas pelo CMN com 18 meses de antecedência, um objetivo central e um intervalo de tolerância acima e abaixo dele são definidos, o horizonte temporal para que as metas

---

<sup>27</sup> Fraga, Armínio; Goldfajn, Ilan; Minella, André. *Inflation targeting in emerging market economies*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Oct. 2003. (NBER Working Paper, n. 10019), apresentam dados, após a adoção da combinação de câmbio flutuante e regime de metas de inflação, que confirmam a maior volatilidade das taxas de câmbio nas economias emergentes. “O coeficiente de variação é de 0.15 nessas economias contra 0.11 nas economias desenvolvidas. Mas, existem diferenças no grupo das economias em desenvolvimento: Brasil, Chile, Hungria, Peru e África do Sul apresentam uma volatilidade significativamente maior da taxa de câmbio, uma média de variação de 0.22.” (p. 26).

<sup>28</sup> Truman, E. M. *Inflation targeting from a global perspective*, apresentado no Rio de Janeiro, em 17 de maio de 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>.

sejam atingidas corresponde a um ano do calendário gregoriano, o índice representativo escolhido para a aferição da inflação é o Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) apurado pelo IBGE. Esse formato tem sido objeto de diversas críticas. As metas de inflação decididas com muita antecedência têm se revelado muito apertadas, porque respondem apenas à “vontade política” de promover uma queda da inflação sem levar em conta eventuais choques de preços. O horizonte de um ano é muito curto para levar os preços a convergir para a meta, provocando taxas de juros desnecessariamente altas. Ao invés de escolher um índice “cheio” que para apuração da inflação, deveriam ser utilizadas medidas de núcleo de inflação que permitem reduzir a repercussão dos choques exógenos nas decisões de política monetária. Soma-se ainda o fato que o BCB utiliza uma pesquisa de opinião junto a analistas de bancos, que são quem tem mais a ganhar com taxas de juros elevadas, para apurar as expectativas de inflação dos “agentes racionais”, o que introduz um viés altista em suas decisões.

Os ataques especulativos contra a moeda brasileira que se sucederam até 2002 revelaram os efeitos perversos da combinação dessa política monetária com a taxa de câmbio flutuante numa economia que possui uma estrutura de formação dos preços que amplifica o impacto da instabilidade dos fluxos de capitais e da taxa de câmbio na inflação. Nessas condições, por intermédio das taxas de juros, o sistema de metas de inflação retransmitiu, ao conjunto da economia, a volatilidade engendrada nos mercados financeiros globais que provocou episódios sucessivos de *stop and go* ou “vôos da galinha”.

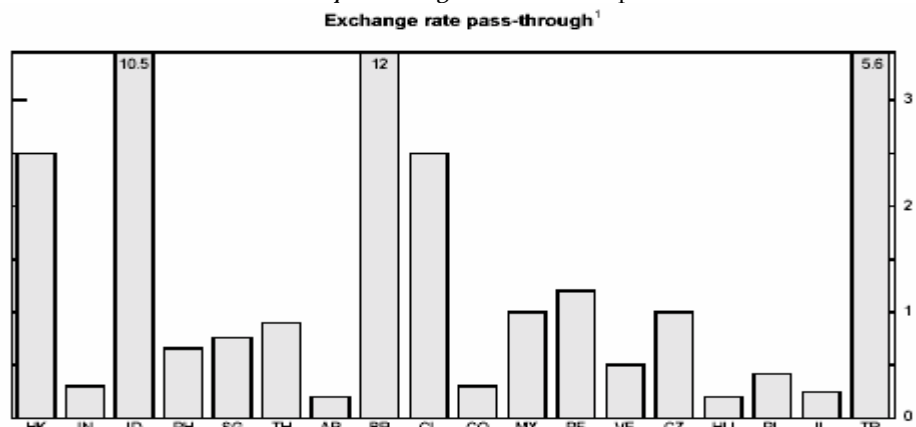
### **2.2.1 Estrutura de preços, *pass-through* e impacto dos juros no Brasil**

A questão do *pass-through* elevado ganha especial relevância no Brasil que se singulariza por ser o único que adotou, por longo período e com largo alcance, mecanismos de indexação da moeda e dos contratos. A decorrente inércia inflacionária foi reduzida na adoção do Plano Real. Mas, ela foi reintroduzida pela adoção de uma indexação das tarifas dos serviços prestados pelas companhias oriundas do processo de privatização. Não é acidental o fato que a literatura disponível sobre o “*pass-through*” nas economias emergentes se valha com grande frequência do caso brasileiro.

A estrutura específica da formação dos preços no Brasil faz com que a desvalorização da taxa de câmbio e/ou os demais choques exógenos de oferta atinjam a maioria dos preços dos bens e serviços. Não são apenas os preços dos bens comercializáveis – que compõem a pauta do comércio exterior – que sofrem os impactos da taxa de câmbio e/ou outros choques de oferta, mas também os preços administrados (em sua maioria compostos por serviços), em virtude dos contratos, firmados na privatização das empresas de telefonia e das distribuidoras de energia elétrica, que determinam reajustes anuais das tarifas tomando por base a evolução dos Índices Gerais de Preços (IGPs), que tem forte peso dos preços por atacado e são muito mais sensíveis à taxa de câmbio e demais choques de oferta. A participação agregada dos bens comercializáveis e dos que têm preços administrados representa quase 69% do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), adotado como índice de referência para a fixação e apuração das metas de inflação. Essa particularidade faz com que a evolução do índice de preços que condiciona a política monetária brasileira seja muito mais sensível aos choques exógenos e à variação cambial, do que as demais economias emergentes. De acordo com o estudo de Mohanty e Scatigna (2005), dados fornecidos pelos próprios Bancos

Centrais de cada país indicam que o Brasil apresenta o grau de *pass-through* mais elevado entre o conjunto de países contemplados (Gráfico 5).

**Gráfico 5**  
Grau de *pass-through* em diferentes países



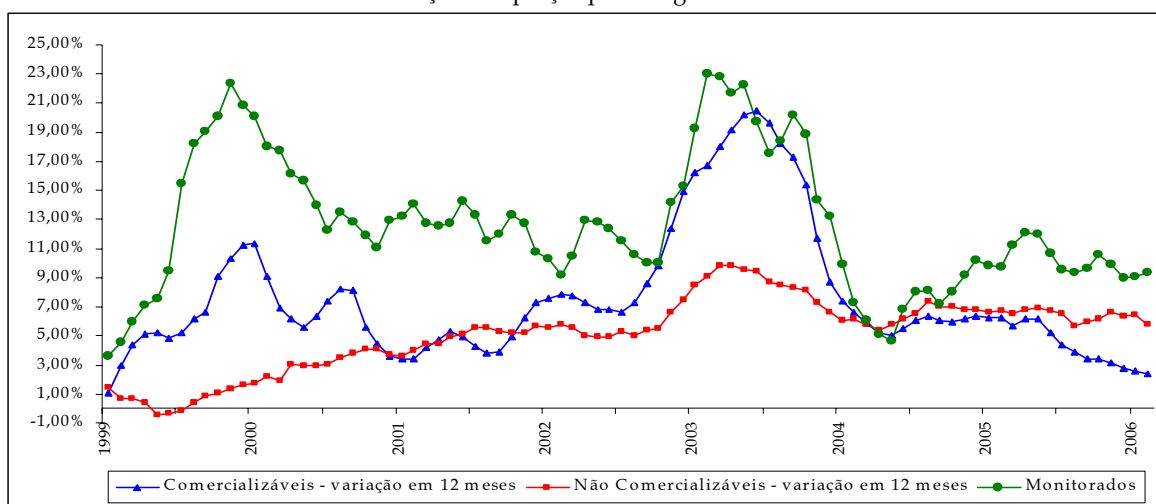
<sup>1</sup> Increase in the inflation rate following a 10% depreciation of the exchange rate; estimates consider different periods across countries.

Source: Central banks.

**Fonte:** Mohanty e Scatigna (2005).

Os números mostram que os preços denominados administrados ou monitorados por contrato apresentaram taxas de variação bem mais elevadas que os chamados preços livres, pressionando para cima o índice que baliza o regime de metas para inflação (Gráfico 6). Por seus mecanismos de fixação de preços, bens administrados são pouco sensíveis às taxas de juros. Assim, para manter a inflação medida pelo IPCA dentro dos limites fixados pelo sistema de metas, o Banco Central tem que compensar uma eventual alta dos preços administrados fazendo com que o segmento livre da economia tenha aumentos bem inferiores. Essa compensação é feita via juros altos, eventual valorização da taxa de câmbio, contenção da demanda e contração da atividade.

**Gráfico 6**  
Evolução dos preços por categoria de bens



**Fonte:** Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Os preços dos bens comercializáveis sofrem o impacto direto da variação cambial e/ou dos preços internacionais. Alguns setores, principalmente produtores de *commodities* de qualidade razoavelmente homogênea como soja ou polpa de papel, conseguiram, nos períodos de desvalorização cambial ou de alta dos preços internacionais, impor reajustes equivalentes aos preços internos. Esses setores são indiferentes à taxa de juros já que podem reduzir a parcela de produção destinada ao mercado interno ou mesmo colocar toda sua produção no mercado externo. Outros setores produtores de bens comercializáveis só conseguem repassar parte da desvalorização ou dos aumentos nos preços internacionais aos seus preços internos, porque a diferença de qualidade de seus produtos ou o tamanho da demanda externa por eles os obriga a vender parte de sua produção no mercado interno. Para esses, embora num grau inferior aos dos bens não comercializáveis, taxas de juros elevadas e baixo crescimento econômico conseguem reduzir a demanda a ponto de levar à redução das margens de lucro para poder continuar vendendo no mercado interno.

Por outro lado, os preços dos bens não-comercializáveis, destinados ao mercado interno, são os que sofrem diretamente os efeitos da política monetária. Em primeiro lugar, porque houve forte elevação da parcela de renda disponível destinada ao pagamento dos bens administrados,<sup>29</sup> acarretando uma redução de demanda interna por outros tipos de bens. Em segundo lugar, porque as elevadas taxas de juros têm impacto direto apenas sobre essa parcela reduzida dos preços que é pouco sensível à desvalorização cambial ou a choques de oferta advindos do mercado internacional. São os preços dos bens não comercializáveis que se ajustaram, através da redução de custos (essencialmente salariais) e de margem de lucros, à redução da demanda agregada provocada pela elevação da taxa de juros. Contudo, esses preços só representam um terço do IPCA, utilizado como parâmetro nas metas de inflação, contra dois terços dos preços administrados e dos bens comercializáveis. É importante salientar, ademais, que as estruturas de mercado das empresas que produzem bens não-comercializáveis são extremamente diferenciadas, implicando diferenças acentuadas de sua formação de preços. Alguns setores industriais muito concentrados não se mostram dispostos a reduzir preços em função da elevação da taxa de juros e da queda da demanda, como, por exemplo, a indústria de cimento. Outros, como no caso dos produtores de bens duráveis (automóveis, eletroeletrônicos e “linha branca”), acabaram reagindo à queda da demanda interna através da exportação de parte de sua produção, o que lhes permitiu contornar a redução da demanda interna reduzindo custos, mas com pouca ou nenhuma redução de margem de lucro, adquirindo contornos de bens comercializáveis com alguma sensibilidade à taxa de juros. Esses setores celebraram contratos de exportação de longo prazo, o que fez com que continuassem a exportar mesmo após a apreciação cambial forçar a redução de sua margem. Entretanto, outros setores – compostos de médias, pequenas e micro empresas – em particular na área de serviços, foram obrigados a cortar fundo em suas margens de lucro, em função das elevadas taxas de juros e da forte queda da demanda interna por aquelas provocada. Muitas dessas empresas passaram a situar-se no limiar de sobrevivência; outras simplesmente deixaram de existir.

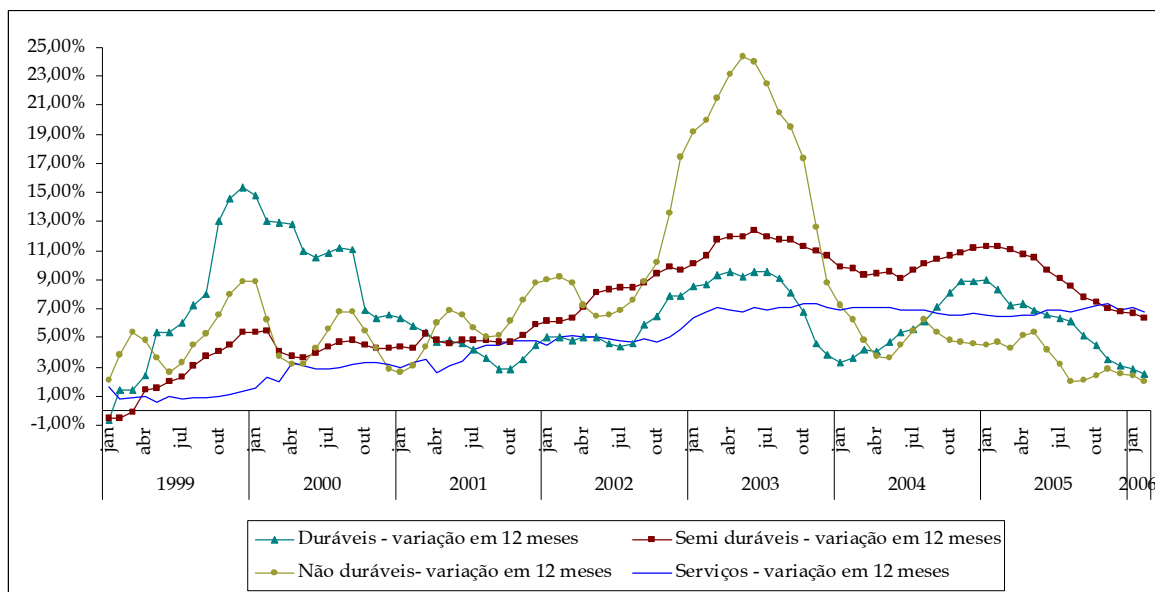
---

**29** Um estudo de 2005 da Consultoria Globalinvest mostra que, se “em 1994, o conjunto de 6 tarifas públicas (água e esgoto, gás encanado, energia elétrica, ônibus urbano, metrô e telefone fixo) representava 10,9% da renda do trabalhador, hoje esse número atingiu 23,1%. Se o número for comparado ao ano de 1995, a diferença é ainda maior: 8,9% contra 23%.”

Por sua vez, o Gráfico 7 ilustra os movimentos de preços divergentes entre os setores e aponta o expressivo aumento de preços dos bens não-duráveis, em 2002 e 2003, devido principalmente ao impacto da taxa de câmbio e dos preços internacionais em diversas *commodities* agrícolas. A partir de meados de 2003, os preços desses mesmos produtos tiveram forte redução de seu ritmo de alta acentuada pela apreciação da taxa de câmbio que contribuiu para amortecer a trajetória da inflação. Já os preços dos bens duráveis e semi-duráveis passaram a registrar desaceleração continuada somente a partir do final de 2004, em resposta à elevação da taxa básica de juros e da conseqüente apreciação cambial.

**Gráfico 7**

Evolução dos preços por componentes do IPCA – bens duráveis, semiduráveis, não duráveis e serviços



**Fonte:** Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

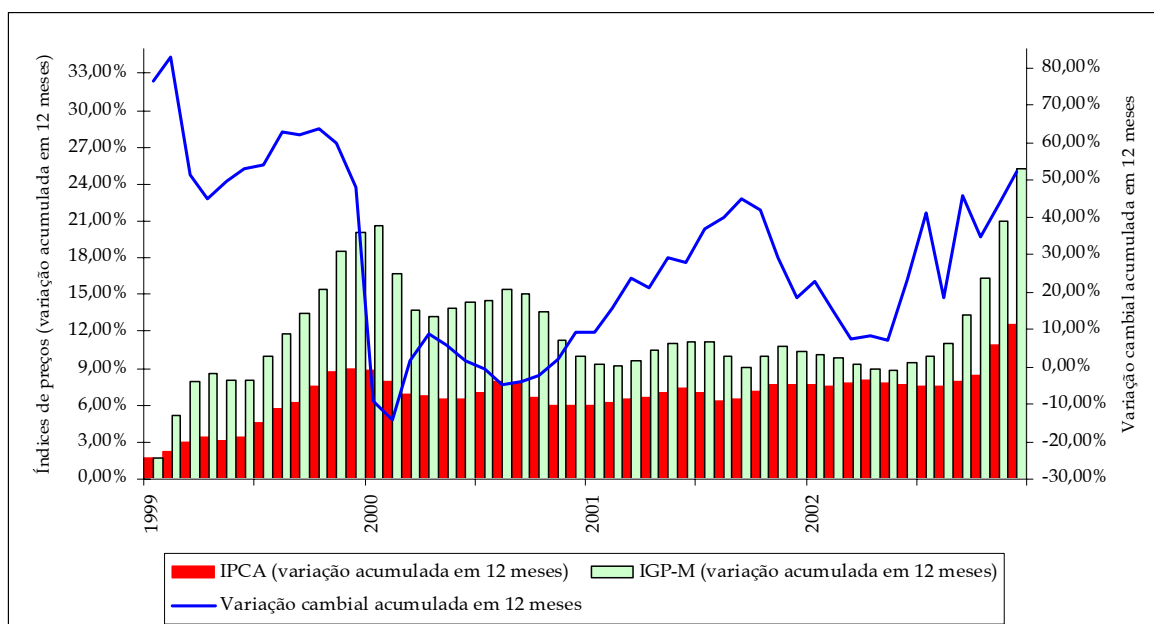
A análise da estrutura de formação de preços no Brasil demonstra que ela amplifica e dissemina aos índices de inflação um grande conjunto de choques de oferta, decorrentes da volatilidade da taxa de câmbio e das variações dos preços internacionais dos produtos exportados pelo país, cujo impacto na taxa de inflação pode ter inclusive ter crescido com o aumento na absorção de produtos brasileiros pelos mercados externos. Essa é a razão de base para que se possa afirmar que a combinação de políticas macroeconômicas metas de inflação/câmbio flutuante é inapropriada para o Brasil. Para os que defendem essa política monetária, ou mesmo para aqueles que consideram que a taxa de juros é, na economia contemporânea, o instrumento preferencial de estabilização dos preços, resta a alternativa de procurar reduzir o *pass-through* dos choques de oferta, seja através de medidas de estabilização da taxa de câmbio seja pela redução ou eliminação da inércia inflacionária e da canis de disseminação dos choques exógenos ao índice de preços, mudando a atual sistemática de reajuste dos preços administrados ou utilizando, como referencial para a política monetária, um núcleo de inflação que exclua esses preços.

### 2.2.1.1 Inflação, desvalorização e política monetária no ciclo de baixa liquidez

De janeiro de 1999 a outubro de 2002, a taxa de câmbio do real depreciou-se em 225%. Como mostra o gráfico 8, mudaram os preços relativos – com forte volatilidade dos preços dos bens comercializáveis (que compõem a pauta de comércio exterior do país) que passaram a refletir as oscilações do câmbio – enquanto os preços dos bens não-comercializáveis perderam valor. Já os preços administrados, em sua maioria constituídos de serviços, apresentaram valorização superior aos demais. Entre 1999 e 2002, a relação entre os preços administrados e os dos bens comercializáveis e não-comercializáveis definidos no mercado elevou-se 31,4%. Ademais, a sistemática de reajuste anual desses preços, com base no acumulado dos doze meses anteriores, mostrou ser um importante vetor de inércia da inflação provocada pela transmissão da desvalorização cambial aos preços. A elevação dos preços dos bens comercializáveis provocada pela desvalorização cambial foi potencializada, em 2002, pelo início do processo de elevação dos preços de *commodities* nos mercados internacionais. A alta da taxa de câmbio também se refletiu, com defasagens temporais na evolução dos preços administrados, que, em 2002, foram reajustados levando em conta o impacto da desvalorização cambial acumulada a partir de 2001.

**Gráfico 8**

Varição acumulada em doze meses, IPCA, IGP-M e taxa de câmbio



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

A desvalorização cambial levou ao descumprimento da meta fixada de inflação em dois anos seguidos. Em 1999 e 2000, as metas fixadas pelo novo regime de política monetária tinham sido atingidas e houve paulatina redução da taxa básica de juros, sobretudo, por causa do baixo nível da atividade econômica e, por conseguinte, da demanda. A situação, contudo, foi bastante diferente em 2001, com o ataque especulativo e a forte depreciação do real. Suas repercussões macroeconômicas manifestaram-se por pressões suplementares nos preços que levaram a taxa de

inflação a superar o teto máximo da meta fixada pelo governo e incluída no acordo com o FMI. A alta do câmbio repercutiu em alta dos juros e na conseqüente redução do crescimento econômico. Com os efeitos da crise cambial, o IPCA ficou em 7,7% no ano, muito acima da meta de 4% (com tolerância de 2%). O Banco Central estimou que a inflação teria sido de 4,8% se não tivesse ocorrido a crise. Em 2002, a taxa de cambio do real depreciou-se de forma muito mais acentuada do que em 2001. Como resultado do ataque especulativo, a depreciação real média ao longo do ano foi de 44,6%, e teve forte impacto sobre os preços dos bens dos comercializáveis, que apresentaram acentuada elevação no segundo semestre de 2002. Já os preços dos bens monitorados subiram refletindo ainda os efeitos da desvalorização do ano anterior. O efeito combinado dos aumentos de preços dos bens comercializáveis e dos monitorados puxou a inflação apurada pelo IPCA para 12,5%, muito acima da meta de 3,5%. O Banco Central estimou que a inflação teria sido de 6,7% se não tivesse ocorrido a crise cambial e 4,3% descontados outros choques de oferta. A resposta da política monetária em 2001 e 2002 foi de tentar minimizar os potenciais efeitos inflacionários dos diferentes choques exógenos, limitando sua propagação para os outros preços da economia. Entre fevereiro e julho de 2001, a autoridade monetária elevou a taxa SELIC de 15,25% a.a. para 19,00% a.a. e, após uma breve redução no início de 2002, voltou a elevá-la de 18,00% a.a. em julho para 25,00% a.a. em dezembro.

Mas, existem indicações que a gestão da política monetária na presidência de Armínio Fraga no BC tenha sido, em alguma medida, menos restritiva e ortodoxa do que a que passou a ser praticada na gestão de Henrique Meirelles após a posse do governo Lula. Embora a diferença possa parecer sutil, a percepção e o reconhecimento de choques exógenos foi muito mais clara em 2001 e em 2002. Naquele período, a autoridade monetária manteve, em diversas ocasiões, a taxa básica de juros da economia brasileira em patamares inferiores ao da paridade descoberta.<sup>30</sup> Ademais, houve o reconhecimento explícito que a política monetária tinha fortes efeitos no desempenho da economia. Assim, no trabalho de Fraga et al., já citado, são descritas diversas trajetórias para a inflação após ter sofrido choques exógenos tão intensos. Nele se aponta que “trajetórias com quedas mais acentuadas da inflação implicam em perdas excessivas do produto. Simulações indicam que uma meta de inflação que fosse de 6.5% em 2003, implicaria uma queda de 1.6% do PIB. Ademais, uma trajetória que alcançasse a meta de 4%, em 2003, implicaria numa queda ainda mais acentuada do PIB (-7.3%)”. A trajetória da inflação de 2002 levou, no final do ano, à adoção de metas ajustadas de 8,5% para 2003 e 4,5% para 2004, para dar maior flexibilidade à política monetária.<sup>31</sup>

---

**30** Isto foi particularmente claro em 2002 quando o risco país do Brasil atingiu 2400 pontos e as projeções para a taxa de câmbio futura eram catastróficas.

**31** Bevilacqua, Afonso S.; Loyo, Eduardo. Brazil's stress test of inflation targeting. In: GLOBALISATION and monetary policy in emerging markets. Bank for International Settlements – BIS. Monetary and Economic Department, May 2005. (BIS Papers, n. 23). Disponível em <<http://www.bis.org>> apontam que os cálculos foram feitos de forma que fossem acomodados dois terços da inércia e com base em considerações sobre a queda do produto. Segundo os autores, como os choques exógenos subjacentes a esses processos inflacionários foram de custos, a gestão da demanda foi ineficaz para conter a inflação, provocando “a great pain with no gain”.



### 2.2.1.2 Choques de oferta e política monetária na fase de bonança internacional

Passadas as eleições, a autoridade monetária se valeu de uma taxa de juros muito elevada para provocar uma queda da demanda dos bens não contaminados pelo câmbio de forma que a queda de seus preços compensasse a alta dos demais, reduzindo o impacto inflacionário do *pass-through*. Apesar disto, a inflação constatada no período foi bastante superior às metas fixadas. Esta inflação foi claramente resultante da concomitância entre os fatores inerciais resultantes da transmissão para os preços administrados da forte desvalorização cambial registrada em 2002 e da acentuação do movimento de elevação dos preços internacionais das *commodities*.

A partir de 2003, o cenário internacional foi extremamente favorável para as economias emergentes com fortes altas dos preços das *commodities* e de produtos semi-industrializados, possibilitando a elevação dos fluxos de capitais e a geração de expressivos superávits comerciais. Mas, do ponto de vista dos preços internos, este cenário favorável se traduziu como um choque exógeno de preços. Com a contribuição da apreciação cambial, a partir do fim do primeiro semestre de 2003, o ritmo de inflação começou a ceder. O IPCA passou a apresentar variações mensais bastante baixas (inclusive com deflação em junho). No entanto, o Banco Central aguardou que a queda atingisse o índice acumulado em doze meses antes de iniciar uma redução da taxa básica de juros. Em decorrência desta política monetária restritiva, o crescimento do PIB de 2003 ficou muito próximo a 0.

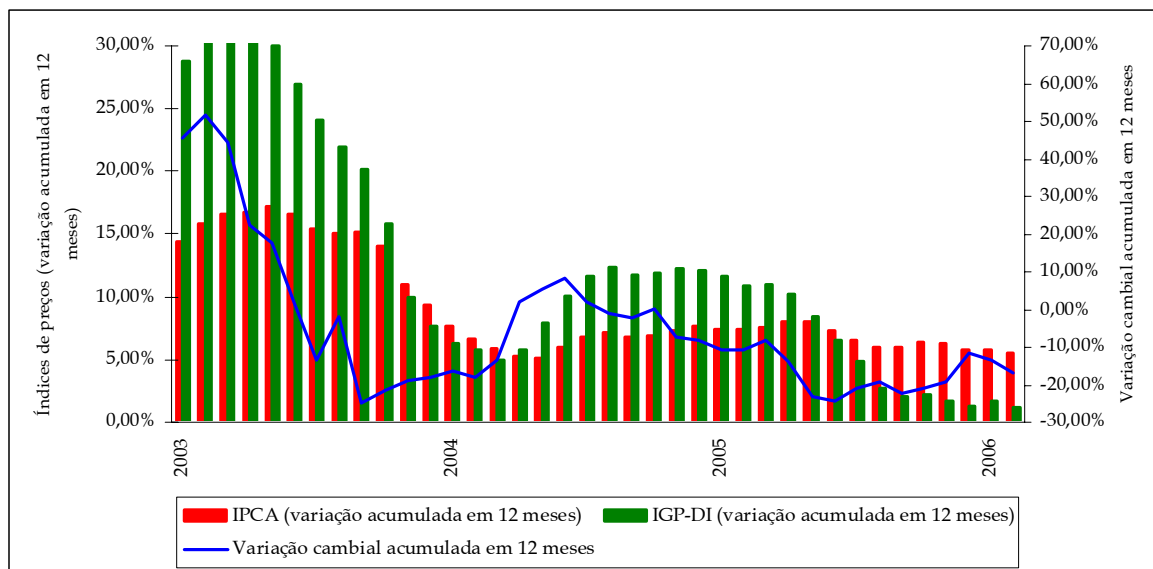
No ano de 2004, outros choques exógenos convergiram e contribuíram para elevar a taxa de inflação: nova aceleração dos preços internacionais das *commodities* e produtos semi-industriais, volatilidade da taxa de câmbio; impacto nos preços do leite da falência da Parmalat; aumento dos preços do petróleo; fatores climáticos que aumentaram os preços dos produtos horti-frutigranjeiros; decisão judicial de voltar a aplicar o índice contratual (IGP-DI) no cálculo do reajuste do setor de telefonia. Esse conjunto de choques exógenos se traduziu diretamente por um aumento do IPCA para 7,6% acumulados no ano, próximo ao teto da margem de tolerância de 8% da meta de inflação prevista. A esses choques somaram-se outros decorrentes da falta de coordenação das políticas macroeconômicas, como o impacto nos preços da mudança de base, elevação de alíquota e extensão aos produtos importados da Cofins.

O mesmo diagnóstico se impõe no que concerne à inflação de 2005. Choques exógenos levaram o IPCA a atingir, nos primeiros quatro meses do ano, uma alta de 2,68%, pouco mais da metade da meta de 5,1 por cento perseguida pelo BC para todo o ano de 2005. Eles foram decorrentes da elevação dos preços internacionais dos grãos, dos metais e do petróleo e de fatores climáticos como a forte estiagem na região sul do país. Outros ainda atingiram os preços monitorados como os aumentos das tarifas dos ônibus urbanos após as eleições municipais ou as tarifas de energia elétrica que tiveram aumentos acima do esperado autorizados pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel).

Ao mesmo tempo, o cenário externo e a realização de inúmeras operações financeiras de investidores estrangeiros buscando usufruir da mais alta taxa de juros nominal e real do mundo induziram forte apreciação do real. No período de farta liquidez internacional, de 2003 até o presente momento, a apreciação do câmbio atenuou os efeitos nos preços internos dos choques

decorrentes da alta internacional dos preços dos produtos que compõem nossa pauta de comércio externo (Gráfico 9).<sup>32</sup> Mas, constatou-se claramente que o *pass-through* da apreciação cambial para os preços ao consumidor tende a ser menos intenso e mais lento do que no período de desvalorização. Segundo Fraga et al. (2003), a assimetria dos efeitos desses choques decorre do fato que “os preços são mais rígidos para baixo, assim choques deflacionários tendem a ter menor efeito na inflação que os choques inflacionários”.

**Gráfico 9**  
Variação acumulada em doze meses, IPCA, IGP-DI e taxa de câmbio



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Mas, ao longo de todo o período, a autoridade monetária demonstrou grande dificuldade em admitir a ocorrência de choques exógenos que foram raramente mencionados nas atas do Copom. A resistência em admitir a ocorrência de choques exógenos indica que a atual diretoria do Banco Central não aceita aplicar o preceito de atuação diante de choques de oferta, elaborado na gestão anterior: “um banco central deve acomodar o impacto direto nos preços do choque exógeno, ao mesmo tempo em que calibra a política monetária para evitar outras rodadas de aumentos de preços” (Fraga et al., 2003, p. 30). Admitir a existência de choques de oferta implicaria, ao menos, admitir a possibilidade de uma inflação que se distanciasse do centro da meta e se aproximasse da faixa superior de sua banda.

Em decorrência da atual gestão da política monetária, a taxa de juros básica no Brasil voltou, a partir de 2004, a ser a mais elevada do mundo todo, tanto em termos nominais quanto em termos reais e assim tem permanecido até o presente momento. Essa peculiaridade da taxa de juros

<sup>32</sup> Assim, no Relatório de Inflação de março de 2006, lê-se que: “a apreciação cambial teve papel importante para a redução da inflação em 2005, contribuindo com -2,1 p.p. da variação do IPCA observada no ano.. O comportamento da inflação em 2005 evidencia que a taxa de câmbio constitui-se, no caso de uma economia aberta como a brasileira, num mecanismo adicional de transmissão da política monetária. Naturalmente, a apreciação cambial observada no ano não pode ser atribuída unicamente à ação da política monetária, tendo em vista o cenário externo extremamente favorável e os efeitos sobre a percepção de risco-país das medidas de política econômica implementadas pelo governo para fortalecer a capacidade da economia brasileira de resistir a choques.”

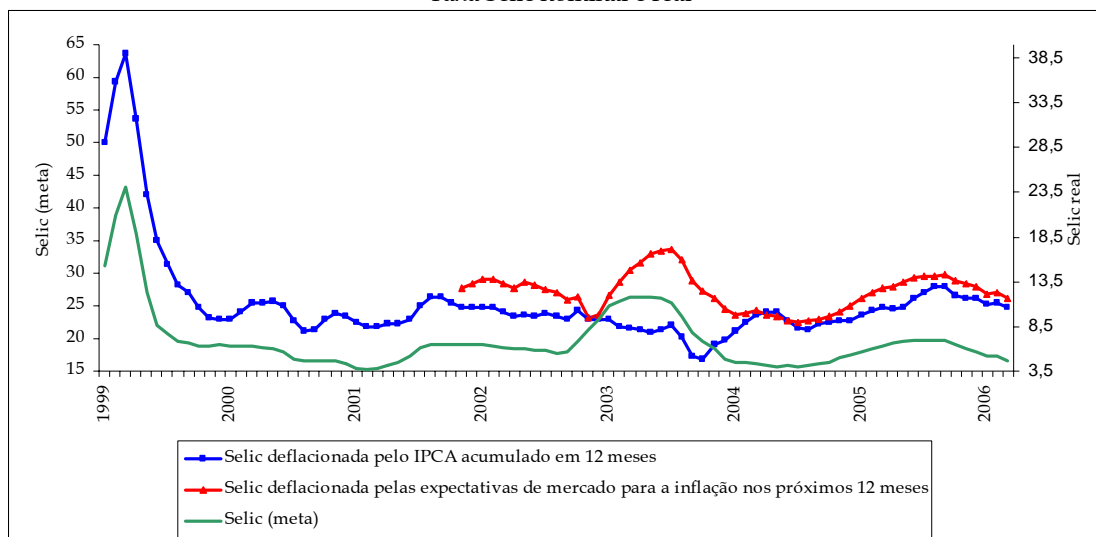
brasileira tem sérios impactos macroeconômicos no que concerne ao produto, ao investimento, ao emprego e à competitividade internacional do país. A Tabela 3 mostra que novos cortes da taxa Selic deverão ser ou muito intensos ou levar longo tempo até que ela se aproxime, em termos reais, das praticadas pela Turquia, segunda colocada neste *ranking*, em que pese o fato que este país apresenta uma estabilização monetária muito mais recente, uma inflação projetada mais elevada, além de déficit em contas correntes e um maior déficit público. Por sua vez, o gráfico 10 mostra a evolução no Brasil da taxa Selic nominal e real, calculada tanto através da inflação acumulada nos doze meses anteriores (*ex-post*) quanto pelas expectativas dos agentes para a inflação nos próximos doze meses (*ex-ante*).

**Tabela 3**  
Taxas de juros comparadas nominais e reais *ex-ante* – Em %

| País           | Juros nominais | Inflação projetada p/a 12 meses | Juros reais |
|----------------|----------------|---------------------------------|-------------|
| Brasil         | 17,25          | 4,3                             | 12,54       |
| Turquia        | 14,63          | 7,9                             | 6,24        |
| Índia          | 6,67           | 2,6                             | 3,97        |
| México         | 7,48           | 3,9                             | 3,45        |
| África do Sul  | 7,20           | 4,0                             | 3,08        |
| Inglaterra     | 4,52           | 2,9                             | 1,57        |
| Coréia do Sul  | 4,27           | 2,28                            | 1,43        |
| Rússia         | 12,0           | 10,6                            | 1,27        |
| Chile          | 4,56           | 4,1                             | 0,44        |
| China          | 2,25           | 1,9                             | 0,29        |
| Estados Unidos | 4,56           | 5,7                             | -1,09       |
| Zona do Euro   | 2,62           | 4,6                             | -1,89       |
| Venezuela      | 10,73          | 13,1                            | -2,41       |
| Japão          | 0,03           | 2,7                             | -2,6        |
| Argentina      | 8,5            | 12,1                            | -3,66       |

Fonte: Boletim Trevisan (8 mar. 2006).

**Gráfico 10**  
Taxa Selic nominal e real



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Após ter evitado, ao longo do ano de 2004 e notadamente no segundo semestre do ano quando iniciou o “processo” de elevação da taxa de juros básica, se referir explicitamente aos choques exógenos como fatores determinantes de elevação dos preços, o Banco Central terminou por reconhecer sua importância no trimestral Relatório de Inflação, divulgado em março de 2005. Nele se lê, notadamente, que: “a influência dos choques do petróleo e dos preços das *commodities* metálicas em 2004 pode ser evidenciada pela exclusão desses grupos da variação dos preços livres no IPCA. Excluídos os dois grupos do cômputo da inflação dos preços livres, esta teria sido de 5,9% no ano, variação significativamente menor que a efetivamente registrada de 6,6%”.

### **2.2.1.3 O diagnóstico de inflação de demanda**

Embora, em setembro de 2004, o Copom tenha ajustado o centro da meta de inflação a ser perseguida em 2005 de 4,5 para 5,1% para levar em conta uma inércia inflacionária maior que prevista, o processo de ajuste da taxa de juros básica iniciado na reunião de setembro de 2004 continuou a ser justificado pelos riscos de uma inflação de demanda e não levou em conta os diversos choques de oferta que continuaram se sucedendo. Assim, este “processo” decorreu, conforme a ata do Copom daquele mês, da deterioração das expectativas de inflação, do hiato decrescente de produto e do risco de transmissão da alta dos preços industriais no atacado sobre os preços no varejo. Aquela ata apontava “o risco em elevação de que a inflação continue se afastando da trajetória das metas, em um ambiente capaz de acomodar recomposições de margem de lucro, inclusive as requeridas por reajustes salariais que tendam a elevar o rendimento real médio entre dissídios.” A visão de uma “tendência inequívoca de fechamento do hiato do produto” fez que o Copom afirmasse, em outubro de 2004, que “embora algum arrefecimento espontâneo (do ritmo de expansão da economia) possa estar a caminho, os dados disponíveis não sugerem que seja intenso o bastante para preservar a compatibilidade entre a trajetória de metas de inflação e a velocidade de preenchimento da capacidade ociosa da economia”.

Foi só na ata de abril de 2005, o Copom deixou de lado a explicação baseada no diagnóstico de inflação de demanda e passou a reconhecer que “a atividade econômica continua em expansão, mas a um ritmo menor e mais condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação”. Mas, continuou a elevar a taxa básica de juros citando outros motivos como “a persistência de focos localizados de pressão na inflação corrente e a deterioração no cenário externo, com os preços do petróleo em níveis elevados e a possibilidade de permanência de condições voláteis nos mercados internacionais de capitais”. Os números de baixo crescimento do PIB de 2005 foram recebidos com público descrédito pelos integrantes da diretoria do BC porque mostraram até que ponto tal projeção do Copom era irrealista e baseada em sua recusa de reconhecer o impacto da política monetária no produto. Mas, no Relatório de Inflação de março de 2006, o Banco Central voltou a descrever o processo de elevação da taxa de juros de 16% em agosto de 2004 para 19,75% em maio de 2005, como o “bem sucedido esforço de desinflação levado a cabo em 2005, que possibilitará uma convergência mais suave para a trajetória de metas” (p.99). Se a escolha do vocabulário tem algum significado, um processo de desinflação só se impõe quando a economia se encontra superaquecida e incapaz de atender à demanda através do aumento de produção, sem elevar os preços.

O diagnóstico de “inflação de demanda” do Banco Central tem adeptos que creditaram a alta dos preços a fatores macroeconômicos que, ao elevar a demanda agregada da economia, neutralizaram em parte os efeitos dos juros, exigindo a continuidade de sua elevação. Os fatores apontados são o volume de crédito na economia brasileira e os gastos públicos. Esses dois fatores, isoladamente ou de forma combinada, teriam tido efeitos expansionistas na economia, contrariando os objetivos da política monetária. A baixa atividade econômica registrada em 2005, principalmente em função dos juros elevados, tem retirado boa parte do peso desses argumentos ao demonstrar que o temor de um aumento da demanda agregada – ultrapassando a oferta agregada e resultando em preços mais elevados – era infundado. Entretanto, é importante examinar seu conteúdo porque eles continuam a ser apresentados como responsáveis pelos juros extremamente elevados no Brasil.

### **2.2.1.3a O volume de crédito**

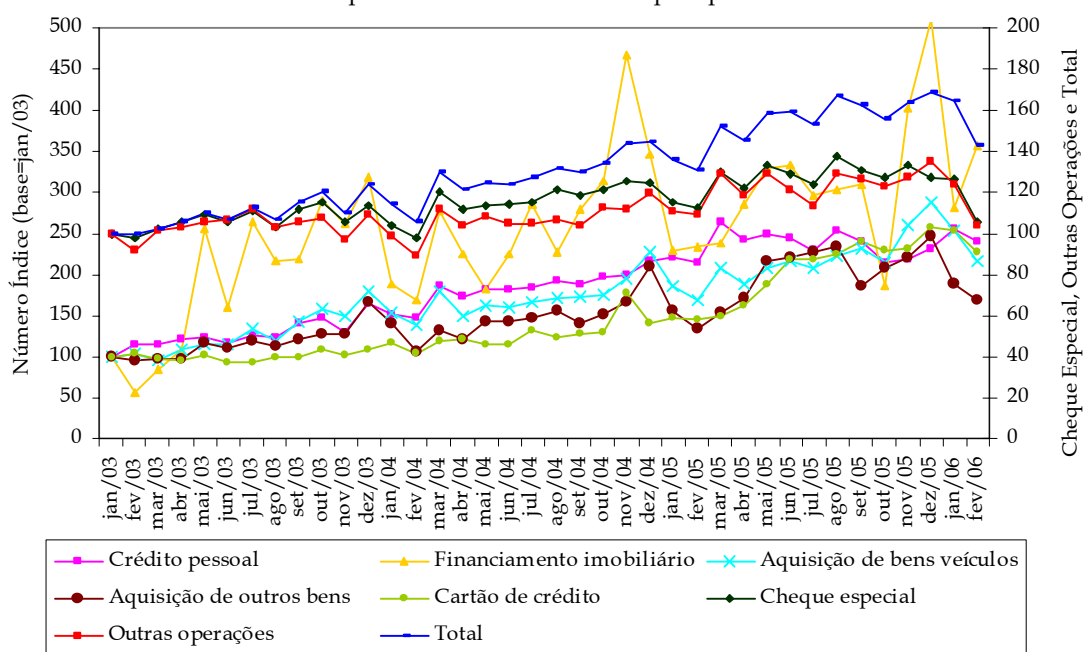
O crédito permite que os agentes antecipem renda futura para realizar gastos de consumo e/ou de investimento no presente. Ele é considerado um dos importantes mecanismos de transmissão da política monetária, através do qual a elevação da taxa básica de juros repercutiria no custo dos empréstimos bancários, reduzindo o volume demandado. A eficácia e a sensibilidade do canal de transmissão da política monetária pela via do crédito estão em boa parte vinculadas à estrutura do sistema financeiro, à participação dos bancos estrangeiros, ao peso relativo de suas fontes de receitas e às relações específicas existentes entre setor bancário e Banco Central. No Brasil, os que defendem o impacto do crédito no aumento da demanda agregada e na inflação atribuem à elevação de seu volume, a partir de meados de 2003, a responsabilidade pela baixa eficácia da política monetária. Essas análises não têm recebido o aval da autoridade monetária que tem afirmado que uma elevação do volume de crédito reforçará, no médio prazo, os canais de transmissão da política monetária. Apesar disto, o Banco Central tem deixado de tomar medidas de sua alçada para incentivar esse aumento, como a redução do nível do compulsório dos bancos.

Após a adoção do câmbio flutuante, o crédito no Brasil tinha sofrido forte retração. Novas modalidades de crédito instauradas pelo governo Lula, uma maior estabilidade das expectativas e a valorização da taxa de câmbio permitiram que seu volume se recuperasse. O novo governo tomou medidas na área de crédito que contribuíram para esta retomada. Entre essas medidas, o crédito consignado com desconto em folha de pagamento alcançou um volume expressivo por suas vantagens tanto para os bancos, que têm garantias suplementares contra a inadimplência e se lançaram a uma intensa competição nesse segmento, quanto para os tomadores, que se beneficiaram de taxas de juros mais baixas.

A recuperação do volume de crédito no período foi, sobretudo, resultante da trajetória expansionista dos empréstimos para as pessoas físicas. Nessas carteiras, os bancos cobram taxas de juros muito superiores às dos empréstimos destinados às pessoas jurídicas. O Gráfico 11 mostra a evolução das distintas linhas de crédito para as pessoas físicas. Nele se constata forte aumento do crédito pessoal, rubrica que inclui o crédito consignado. Como as taxas de juros dessa modalidade são bastante inferiores às cobradas por outros tipos de crédito, ele tem sido utilizado para resgatar dívidas anteriores com juros mais elevados. Acordos entre os lojistas e administradores de cartão

de crédito permitiram a implantação do parcelamento sem juros<sup>33</sup> levaram ao aumento desta modalidade de crédito. Houve, também, forte crescimento do financiamento para aquisição de bens veículos e para aquisição de outros bens (na maior parte dos casos, trata-se de eletrodomésticos e eletroeletrônicos). Tanto o setor automotivo quanto o de produção de eletrodomésticos e eletroeletrônicos dispõem de uma ampla capacidade produtiva instalada que lhes permite atender aumentos de demanda interna e continuar exportando seus produtos, sem necessidade de aumentos de preços, sobretudo em período de apreciação cambial. Assim, a abertura das linhas de crédito tende a mostrar que embora o aumento de crédito para as pessoas físicas tenha elevado seu consumo, ele não parece ser de molde a provocar uma inflação de demanda.

**Gráfico 11**  
Principais modalidades de crédito para pessoas físicas



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

### 2.2.1.3b Demanda agregada e o argumento dos gastos fiscais

É cada vez mais freqüente a justificativa da necessidade de uma política monetária restritiva que produz a maior taxa básica de juros do mundo, em termos nominais e reais, como sendo decorrente de uma política fiscal expansionista que contribui para uma taxa de inflação elevada. Entre os que aderem a esta tese estão principalmente os críticos da política governamental situados na atual oposição política. Eles afirmam que o aumento nos gastos correntes acarreta maior demanda agregada. O processo de aumentos dos juros teria sido consequência da “gastança” que amplia a demanda e o risco de aumento da inflação. Mas, eles raramente explicitam que

<sup>33</sup> Essas operações representariam hoje 50% das transações com cartões de crédito. Cf entrevista de Hélio Lima, vice-presidente executivo do Itaú (*Estado de São Paulo*, 30 abr. 2006, p. B2).

existem duas formas de apresentar a situação das contas públicas. Numa, que não inclui o pagamento dos juros aos detentores de títulos públicos, o governo brasileiro arrecada mais do que gasta, e realiza **superávits primários** elevados. Na outra, que inclui esses juros, revela-se que o superávit primário, por maior que tenha sido, foi insuficiente para eliminar o **déficit nominal**. É exatamente nesse último indicador que se baseia a tese do caráter expansionista da política fiscal.

Antônio Carlos Macedo<sup>34</sup> aponta as seguintes características do arranjo fiscal brasileiro: uma elevada regressividade da tributação que retira renda, por impostos indiretos e diretos daqueles que têm maior propensão a gastar, vale dizer, a consumir e transforma parte da renda em riqueza dos detentores de títulos públicos, que têm menor propensão aos gastos. Assim, este arranjo fiscal constitui um mecanismo de contração da renda e da demanda agregada além de instrumento de sua concentração. Esse perfil se agravou até o final de 2005, em decorrência da política monetária restritiva do Banco Central e a resposta do Ministério da Fazenda de ampliar o superávit primário. A Tabela 1 da SEÇÃO VI mostra que a média anual da relação juros nominais/PIB passou de 7,2125%, no período 1999 a 2002, em pleno ciclo de aversão aos riscos, para 8,24% de 2003 a 2005, no contexto de bonança internacional e queda do risco país. Isto significa que os resultados do esforço de aumento do superávit primário de 3,75% do PIB no governo FHC para 4,25% no governo Lula ainda assim foram insuficientes para absorver o aumento dos juros, acentuando a contradição entre políticas macroeconômicas.

### **Conclusão – Política monetária e desajuste das variáveis macroeconômicas**

A observação do impacto dos ciclos internacionais de liquidez na taxa de câmbio do real e, por seu intermédio, nas taxas de inflação do Brasil mostra até que ponto a taxa de câmbio tornou-se a variável crucial da economia brasileira. Esta variável, no regime de câmbio flutuante, passou a ser determinada pelos mercados financeiros e pela correlação de forças existentes entre esses e a autoridade monetária. Dependendo da fase desses ciclos, a atuação do Banco Central produziu efeitos diretos na taxa de câmbio (períodos de baixa aversão aos riscos) ou se revelou totalmente inócua (períodos de *sudden stops* dos fluxos internacionais).

Nos últimos anos, o Brasil reduziu de alguns graus a vulnerabilidade externa proveniente de sua balança de pagamentos, mas um novo flanco de vulnerabilidade pode estar surgindo da combinação entre o elevado grau de abertura de seus mercados de ativos e derivativos financeiros e o grande volume de apostas dos investidores estrangeiros. Tal combinação potencializa os riscos que a reversão do ciclo e dessas posições acarrete forte volatilidade financeira e instabilidade macroeconômica. Uma reversão do ciclo de liquidez internacional poderá ter seus efeitos sobre a taxa de câmbio do real potencializados e agravados pelo enorme volume dessas operações especulativas. Resulta que as políticas monetária e cambial do país perderam mais alguns raros e preciosos graus de liberdade. O temor de tal reversão pode constituir entraves suplementares à atuação do Banco Central e o coloca, efetivamente, na delicada posição de calibrar a taxa básica de juros para evitar uma desvalorização do real com reflexos na taxa de inflação.

---

<sup>34</sup> Macedo e Silva, A. C. O debate sobre o arranjo fiscal brasileiro – Um pouco de aritmética keynesiana. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 4, abr. 2005. (Suplemento 7).

O cenário externo extremamente favorável constatado a partir de 2003 trouxe à tona uma importante discussão sobre a gestão da política monetária de metas de inflação no governo Lula. O Banco Central afirma todas suas premissas e rigidez, apresentando-a como fruto do consenso sobre a importância do controle da inflação, com pouco ou nenhum impacto nas variáveis reais. Os participantes dos mercados financeiros tendem a apoiar esta visão que, ademais, lhes proporciona polpidos lucros. Entretanto, apontam com frequência a hipótese do BC ter “errado a mão” na política monetária em 2004 e 2005, elevando os juros mais do que o necessário. Mas muitos, inclusive os representantes do setor produtivo e sindical além de economistas de diversos matizes, a consideram como responsável pela excessiva apreciação do real e pelo baixo crescimento econômico brasileiro, que, como mostrado na SEÇÃO III, tem destoado do registrado no conjunto de economias emergentes, num período em que se fizeram sentir os efeitos de um choque externo virtuoso, tanto do ponto de vista do comércio internacional quanto dos fluxos de capitais para as economias emergentes.

A partir deste debate, impôs-se a admissão geral que a taxa de juros básica da economia brasileira constitui uma anomalia internacional, tanto em níveis reais quanto nominais. Mas, isto está longe de querer significar um consenso sobre seus rumos futuros. Os participantes dos mercados financeiros e diversos analistas consideram que esta anomalia é sintoma de outros desequilíbrios, principalmente na área fiscal, e não sua causa. Concluem que serão necessárias novas e ambiciosas “reformas estruturais” para que os juros básicos brasileiros deixem de ser incontestemente recordista mundial, enquanto outros os apontam como causa primeira da persistência do déficit público nominal e, de forma mais geral, do baixo crescimento econômico do Brasil.

As distorções criadas pela política monetária da atual gestão do Banco Central tornaram-se mais evidentes ao coincidir com a acentuada queda do risco-país resultante da melhoria das contas externas e do ambiente internacional favorável. Esta combinação produziu a forte apreciação da taxa de câmbio do real. Mas, é difícil imaginar que tais distorções tenham sido inadvertidas. Pelo contrário, ficou muito claro que o Banco Central buscou ativamente a valorização da taxa de câmbio como instrumento antiinflacionário. Mas, a utilização da valorização cambial para combater a inflação tem altos custos, além de seu potencial impacto na balança comercial e nas decisões de investimentos.

Num regime de câmbio flutuante, a utilização de uma taxa de câmbio valorizada em função de uma elevadíssima taxa de juros real recria a mesma armadilha presente no regime de bandas de flutuação cambial, até janeiro de 1999. Uma redução mais acentuada dos juros básicos fica mais difícil pelo temor que uma brusca desvalorização cambial volte a pressionar os preços. Ao mesmo tempo, é difícil acreditar que a atual taxa de câmbio seja sustentável por muito tempo. Mudanças na conjuntura internacional ou no apetite pelo risco dos investidores estrangeiros podem levar a nova rodada de depreciação cambial e de aumentos da inflação e da taxa básica de juros.