

CONCLUSÃO

Este trabalho investiga relações entre as variações das Reservas Internacionais do país e da sua Taxa de Câmbio em diferentes contextos macroeconômicos, sob a condição nominal básica de câmbio flexível. Para isto, são analisados dados da economia brasileira após a mudança da política cambial de janeiro de 1999, que estabeleceu o regime de câmbio flexível.

O interesse da questão decorre principalmente da incerteza quanto à posição passiva da autoridade monetária. O regime de câmbio flexível suscita pressões sobre a taxa de câmbio que, tendo como resposta a resistência da autoridade monetária, geram períodos de estresse cambial, que podem acabar por conduzir ao colapso do sistema. Em princípio, não havendo resistência da autoridade monetária à flutuação cambial, essas situações de estresse não ocorreriam. Entretanto, não é esperado que a autoridade monetária pratique indefinidamente a política de câmbio livre, e mesmo a autoridade monetária comprometida basicamente com a estratégia de câmbio flexível pode, por razões táticas, por algum tempo e dentro de certos limites, opor-se à flutuação do câmbio. Esta atitude caracteriza a situação denominada de “*dirty floating*”.

Em momentos de turbulência, quando riscos são difíceis de serem avaliados, o grau de substituição entre os ativos domésticos e externos torna-se mutável. Deste modo, os prêmios de risco passam a variar excessivamente, propiciando fortes

desvios nos preços dos ativos. Isto torna a estabilização da desvalorização esperada, pelo canal exclusivo dos movimentos dos juros, excessivamente cara. A alternativa para a autoridade monetária é a intervenção direta no mercado. Para isto, ela utiliza as reservas cambiais.

Levantam-se aqui elementos que permitem construir critérios para caracterização dos pontos de estresse no gerenciamento do câmbio a partir da modelagem das relações entre o volume de reservas e a taxa de câmbio. Considerando que as situações de estresse se caracterizam por continuidade da pressão por um certo período de tempo, podemos definir critérios de irregularidade baseados na ocorrência de seqüências de dias consecutivos de variações do volume de reservas acima de patamar absoluto previamente determinado. Entretanto, dado que o critério é escolhido arbitrariamente, a definição deste parâmetro será feita de melhor forma ao analisarmos os resultados de previsão de um modelo que explique o comportamento das variáveis envolvidas. Verificamos então que, para a escolha de critérios para a identificação de estresses, a contribuição fundamental está na formulação de um modelo e na análise da sua capacidade preditiva.

As variáveis consideradas foram: variação das reservas internacionais do país, isto é, entrada líquida de recursos externos no país; variação da taxa de câmbio, medida esta pelo preço do dólar em reais; taxa de juros medida pelo valor do CDI, e taxa de remuneração do C-bond. Os dados utilizados foram coletados de diferentes fontes: dados quanto a reservas internacionais e taxa de câmbio foram fornecidos pelo Banco Central do Brasil; taxa de juros e C-bond foram obtidos a partir da Bloomberg.

Os primeiros estudos foram realizados com séries de dados mensais. Mas, variações em sentidos opostos ocorrem freqüentemente no mercado de câmbio dentro do período de um mês. Para procurar acompanhar os processos de periodicidade mais curta que a periodicidade mensal, dirigimos, então, nossa análise para as séries de dados diários. O emprego de dados diários permite evitar que se misturem os efeitos de fatores que operam em diversos momentos ao longo do mês. Permite, também, que o tratamento dos pontos que não pertencem ao conjunto devido à presença de fatores sem relação direta com os fenômenos investigados, como o cumprimento de contratos relativos à dívida externa, seja mais efetivo. Eliminamos a influência desses movimentos de capital e de todas as grandes variações procedendo à substituição do valor da variação de reservas em cada um desses pontos pela média aritmética das duas variações de reservas observadas no dia anterior e no dia posterior. A caracterização das grandes variações foi baseada em consulta ao Banco Central (DEPIN), baseada na qual arbitramos valores superiores a duzentos e cinquenta milhões de dólares diários como sendo relativos a empréstimos internacionais.

É de esperar que, em momentos de crise, o Banco Central de qualquer país desempenhe um papel ativo na condução da política econômica. Entretanto, espera-se que exista uma razoável liberdade de flutuação da taxa de câmbio em países que proclamam praticar câmbio livre. Os resultados indicam que a variação das reservas brasileiras está negativamente correlacionada com a expectativa de desvalorização, o que é coerente com a teoria analisada.

Assim, a motivação básica do nosso trabalho, de analisar quão flexível é o câmbio brasileiro e a proposta de investigação para esse fim estabelecida, de

acompanhar a atuação da autoridade monetária (Banco Central do Brasil) no mercado de câmbio flexível brasileiro, foi concretizada, obtendo-se como resultado a diferenciação entre períodos de normalidade e momentos de estresse cambial. Essa diferenciação se deu pelo estudo do ajustamento de um modelo econométrico. As reações do Banco Central à variação da taxa de câmbio se refletindo em reduções das reservas internacionais não explicadas pelo modelo para a atuação dos agentes econômicos nas situações de normalidade. Na forma apresentada na seção 6.5, os resíduos do ajustamento do modelo proposto servem de indicadores de situações de estresse cambial, sugerindo períodos onde a autoridade monetária teria interesse em atuar, de maneira a diminuir a volatilidade da taxa de câmbio. Ao compararmos os períodos indicados pelos resíduos, com situações da realidade econômica brasileira, verificamos que a estratégia de análise adotada permite identificar momentos de pressão sobre o mercado cambial brasileiro. Assim sendo, acreditamos que o trabalho aqui desenvolvido ajuda na compreensão do papel desempenhado pela autoridade monetária brasileira e na avaliação de quão flexível é o câmbio brasileiro.

8

BIBLIOGRAFIA

Alesina e Wagner (2003): “Choosing (and Reneging on) Exchange Rate Regimes”. *NBER WP 8909*.

Arias, E. e Lombardo, D. (2001). Market Discipline and Exuberant Borrowing –Nov. *Working Papers of Central Bank of Chile-122*

Bogdanski, J., Tombini, A. e Werlang, S. (2000) Implementing Inflation Targeting in Brazil- Jul. *Working Papers of Central Bank of Brazil-171*

Calvo, G. (1988) Servicing the Public Debt: The Role of Expectations. *The American Economic Review: 647-661*

Calvo, G. e Végh, (1995) Capital Flows in Central and Eastern Europe-Evidence and Policy Options *IMF Working Papers 57-95*

Calvo, G. e Reinhart, (2000) Fear of Floating – *NBER Working Papers*, Nov. 2000

Carneiro, D. e Wu, T. (2001). “Câmbio, Juros e o Movimento de Reservas”. *Carta Econômica Galanto, 3 de dezembro de 2001*.

Carneiro, D. e Wu, T. (2001). “Taxa de Juros nos Dois Regimes Cambiais: papel da inflação e das variáveis externas”. *Carta Econômica Galanto, 27 de dezembro de 2001*.

Fraga, A., Goldfajn, I. e Minella A. (2003) Inflation Targeting in Emerging Market Economies- Jun. *Working Papers of Central Bank of Brazil-76*

Frankel, J. A. e K.A. Froot (1987) Using survey data to test standard propositions regarding exchange rate expectations, *American Economic Review*, vol. 77(1) March: 53-133

Fisher (1930) Theory of interest, New York, *McMillan* – 1930

Franco, G.H.B. The Real Plan and the Exchange Rate, Essays in International Finance, 217, Princeton University Press, Princeton-USA, 2000.

Friedman, M. e Schwartz, A. J. (1982). Monetary Trends in the United States and the United Kingdom: Their Relation to Income, Prices, and Interest Rates, 1867-1975. Chicago: University of Chicago Press.

Froot, K. A e J. A. Frankel (1989). Forward discount bias: Is it an exchange risk premium? *Quarterly Journal of Economics*, vol.104(1) February:61-139

Goldfajn e Olivares (2001): ‘Can Flexible Exchange Rates Still “Work” in Financially Open Economies?’. *G-24 DP 8*.

Hausmann, Panizza e Stein (2000): “Why Do Countries Float the Way They Float?”. *IADB WP 418*.

Hebbel, K. e Werner, A. (2002).Market Discipline and Exuberant Borrowing –Aug. *Working Papers of Central Bank of Chile 171*

IPEA, Boletim de Conjuntura, jan. 1999 a jun. 2003

Keynes, J.M.(1923). A Tract to Monetary Reform, *Londres, MacMillan*, 1923

Freitas, P., Goldfajn, I. Minella A. e Muinhos, M. (2003) Inflation Targeting in Brazil: Constucting Credibility under Exchange Rate Volatility - Jul. *Working Papers of Central Bank of Brazil-77*

Scournic,I., “Crises Cambiais: Estudo do Caso Brasileiro” , *Dissertação de mestrado PUC-Rio*.