



**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

# **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**

**Número 9**

**Novembro de 2001**

**Vendas Diárias de Dólares e Além**

Peter B. Kenen

ISSN 1519-7212  
CGC 00.038.166/0001-05

Notas Técnicas do Banco Central do Brasil	Brasília	n. 9	nov	2001	P. 1 – 11
--	----------	------	-----	------	-----------

# Notas Técnicas do Banco Central do Brasil

As opiniões expressas neste trabalho são exclusivamente do(s) autor(es) e não refletem a visão do Banco Central do Brasil, exceto no que se refere a notas metodológicas.

## Coordenação:

### Departamento Econômico (Depec)

(e-mail: [depec@bcb.gov.br](mailto:depec@bcb.gov.br))

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, nº 9, novembro/2001.

## Controle Geral de Assinaturas

Banco Central do Brasil  
Demap/Disud/Subip  
SBS - Quadra 3 - Bloco B - Edifício-Sede - 2º Subsolo  
Caixa Postal 8670  
70074-900 - Brasília (DF)  
Telefone (61) 414-3165  
Fax (61) 414-1359

## Convenções Estatísticas

- ... dados desconhecidos.
- dados nulos ou indicação de que a rubrica assinalada é inexistente.
- 0** ou **0,0** menor que a metade do último algarismo, à direita, assinalado.
- \* dados preliminares.

O hífen (-) entre anos (1970-75) indica o total de anos, inclusive o primeiro e o último.

A barra (/) utilizada entre anos (1970/75) indica a média anual dos anos assinalados, inclusive o primeiro e o último, ou ainda, se especificado no texto, ano-safra, ou ano-convênio.

Eventuais divergências entre dados e totais ou variações percentuais são provenientes de arredondamentos.

Não são citadas as fontes dos quadros e gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

## Central de Informações do Banco Central do Brasil

Endereço:	Secre/Surel/Dinfo Edifício-Sede, 2º subsolo SBS - Quadra 3, Zona Central 70074-900 - Brasília (DF)	Telefones:	(61) 414 (...) 2401, 2402, 2403, 2404, 2405, 2406
		DDG	0800 992345
		FAX	(61) 321 9453
Internet:	<a href="http://www.bcb.gov.br">http://www.bcb.gov.br</a>		
E-mail:	<a href="mailto:cap.secre@bcb.gov.br">cap.secre@bcb.gov.br</a>		

## **Apresentação**

---

A institucionalização da série Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, cuja gestão compete ao Departamento Econômico (Depec), promove a divulgação de trabalhos de elaboração econômica que tenham interesse não apenas teórico, mas também conjuntural e metodológico, refletindo desse modo o trabalho gerado por funcionários da instituição em todas as suas áreas de atuação. Igualmente, poderão fazer parte da série trabalhos que, embora realizados externamente, tenham recebido suporte institucional do Banco Central.

## Sumário

1. A nova estratégia .....	7
2. Questões imediatas .....	8
3. O futuro .....	9
4. Uma outra opção .....	10

# Vendas Diárias de Dólares e Além

PETER B. KENEN<sup>1</sup>

## 1. A nova estratégia

A intervenção é, normalmente, grande e episódica, e pode ter dois objetivos superpostos: preencher uma lacuna entre a demanda e a oferta no mercado de moeda estrangeira com o propósito explícito de estabilizar a taxa de câmbio, ou modificar a trajetória da taxa de modo a influenciar expectativas e induzir os participantes do mercado a reduzir suas posições descobertas. A nova estratégia adotada pelo Banco Central do Brasil é, dessa forma, pouco usual em três aspectos. O Banco Central está agora francamente comprometido em fazer continuamente pequenas vendas de dólares, totalizando 50 milhões de dólares por dia, em torno de 1 bilhão por mês, pelos próximos seis meses, sem considerar o efeito de curto prazo na taxa de câmbio ou o efeito sobre a expectativa cambial. Além disso, o banco planeja continuar essas vendas em 2002.

Do meu ponto de vista, essa estratégia é baseada em três suposições, de que:

- 1) a situação doméstica e externa está pronta a deprimir o valor do real expresso em dólares durante os próximos meses, prolongando a depreciação ocorrida nos últimos meses;
- 2) o processo pode se realimentar, estimulando o setor privado a fazer maior hedge de sua grande dívida em dólares;
- 3) uma outra significativa depreciação do real poderia impedir o Banco Central de reduzir a taxa de inflação para o teto atual do Banco de 6% em 2012 (ou seja, o valor superior da banda de 2% em torno da meta do Bacen, de 4%).

A nova estratégia possui uma clara vantagem em relação à intervenção convencional. Como as vendas de dólar ocorrem todos os dias, mesmo em dias nos quais o real está apreciando, o Bacen pode insistir, com credibilidade, na idéia de que não possui uma meta cambial (ou seja, de que o câmbio é flutuante). Assim, o sucesso da sua política não deveria ser avaliado da maneira na qual é normalmente julgada a intervenção – “ajustando” os movimentos de curto prazo no valor do real à intervenção ocorrida simultaneamente. Presumivelmente, a política fará com que o real fique mais forte, na média, do que estaria caso não houvesse vendas diárias pelo Bacen, porém ninguém, nem mesmo o Bacen, será capaz de dizer qual teria sido essa taxa de câmbio “supositiva”. A nova estratégia, porém, impõe sérios problemas potenciais. Alguns dos maiores surgem imediatamente, outros poderão aflorar mais tarde.

---

<sup>1</sup>/ Professor de Economia e Finanças Internacionais na Universidade de Princeton

## 2. Questões imediatas

O Bacen ainda não conseguiu fazer com que sua mensagem seja compreendida. Os jornalistas econômicos têm julgado essa política inadequada porque as vendas diárias de dólar têm sido consideradas muito pequenas para alterar significativamente a taxa de câmbio. Alguns observadores têm então predito que o Bacen terá que subir a taxa de juros para "defender" o real. Pareceria, então, que a estratégia pouco convencional do Bacen está sendo julgada da mesma forma que uma intervenção convencional, indagando se ela será suficiente para estabilizar o real. Este, claramente, teria sido o resultado mais satisfatório, porém não é o principal objetivo, que é o de reduzir, embora não necessariamente eliminar, o presente desequilíbrio entre demanda e oferta no mercado cambial e assim reduzir o tamanho da depreciação que ainda parece que vai ocorrer nos próximos meses. (A metáfora usada para explicar a política, de que ela busca "irrigar" o mercado cambial, pode não ter sido de muita ajuda sob esse ponto de vista; "irrigação" traz à mente uma necessidade de "liquidez" e pode sugerir que a estratégia do Bacen é projetada para tratar de um mercado pequeno ou de mão única, no qual o real se depreciaria bruscamente. Em outras palavras, a metáfora pode efetivamente sugerir uma comparação entre a nova política e a política mais agressiva seguida há algumas semanas).

Estão também sendo levantadas preocupações sobre a redução de reservas causada pela nova política. Por si só, a aplicação da política reduziria as reservas brasileiras de 6 bilhões de dólares durante o restante de 2001 – praticamente a metade da diferença entre as reservas brasileiras atuais e o piso de 25 bilhões estabelecido pelo acordo com o FMI. O Bacen pode estar seguro de sua capacidade de compensar a perda de reservas com empréstimos externos adicionais. Porém os mercados podem não estar tão confiantes na capacidade do Brasil em tomar empréstimos dessa magnitude. O custo desses empréstimos, ademais, poderia ser muito e abruptamente elevado caso a Argentina entre em colapso. Embora um inadimplemento da Argentina não seria recebido como uma surpresa, seus efeitos sobre os spreads de mercados emergentes, especialmente os spreads brasileiros, poderiam ainda ser bastante grandes.

É tentador sugerir que o Bacen explique mais claramente como se espera que as reservas brasileiras evoluam de agora até o fim de 2001 sob a influência conjunta das vendas diárias de dólar e da nova tomada de empréstimos externos. Essa opção é, entretanto, arriscada, exceto caso possa também ser mostrado que a capacidade de o Brasil tomar os empréstimos necessários não será reduzida pelo inadimplemento da Argentina. Do contrário, um inadimplemento ou outro choque poderia reduzir a credibilidade do compromisso de vendas diárias de dólar.

Mais importante ainda, o compromisso firme de vendas diárias de dólares pode atar as mãos do Bacen e limitar suas alternativas de atuação. Caso, por exemplo, o real se deprecie bruscamente no rastro de um colapso da Argentina ou de uma súbita deterioração da economia dos Estados Unidos e Europa, o Bacen pode querer intervir mais firmemente em apoio ao real. Estaria, entretanto, impedido de fazê-lo, mesmo

que possuísse reservas suficientes, sem parecer ter abandonado sua atual estratégia, e seria difícil retornar a essa estratégia após ter-se abruptamente afastado dela.

O caso oposto também deve ser analisado. O que deveria fazer o Bacen caso o real se apreciasse fortemente no final deste ano ou no início de 2002? Deveria manter as vendas diárias? O Bacen não prejudicaria sua imagem reduzindo ou suspendendo as vendas diárias caso pudesse declarar com segurança que as vendas não são mais necessárias e poderia rapidamente voltar a elas caso as coisas azedassem novamente. Porém, caso decida descontinuar suas vendas diárias, ou reduzir seu montante, o Bacen deveria justificar a mudança citando “novidades” relevantes sobre tendências de comércio exterior ou investimentos diretos estrangeiros. Seria errado explicar uma mudança, qualquer que seja sua direção, citando somente a evolução cambial. Ligar uma mudança em sua estratégia à força ou fraqueza do real fortaleceria a crença dos mercados de que o Bacen realmente opera com uma meta cambial.

Aqui vai uma sugestão que poderia ser de ajuda neste caso. Poderia ser anexado um parágrafo às atas de cada reunião do Copom dizendo que o Copom examinou a política corrente de vendas diárias de dólar à luz das informações mais recentes sobre tendências do comércio exterior, investimentos diretos estrangeiros e outros componentes chave do balanço de pagamentos. Esse exame levou à conclusão de que o volume das vendas não deveria ser mudado (ou, quando for o caso, que deveria ser aumentado ou reduzido). Seria, entretanto, melhor adiar a introdução desse parágrafo nas atas do Copom até que a nova política esteja em operação por dois ou três meses, de modo a evitar a sugestão de que o Bacen tem dúvidas sobre a viabilidade de médio prazo de sua nova estratégia.

### **3. O futuro**

Alguns dos problemas e opções relacionados acima podem aumentar de importância caso as vendas diárias de dólares tenham continuidade durante 2002. No início do próximo ano, naturalmente, os participantes do mercado estarão acostumados às vendas e deverão ter compreendido as suas razões básicas. Ficará claro que o Bacen vende dólares em dias em que o real está apreciando e que as vendas não reduziram significativamente as reservas brasileiras. Naquele instante, então, os participantes do mercado e os colunistas financeiros poderão deixar de julgar o sucesso da política do mesmo modo em que julgam uma intervenção convencional.

De qualquer modo, poderá ser necessário dizer aos participantes do mercado e aos jornalistas financeiros como o Bacen propõe financiar suas vendas diárias de dólares por mais 12 meses sem reduzir as reservas a um nível que deixe o Bacen de mãos atadas. Em outras palavras, um novo plano de empréstimos deve obrigatoriamente ser desenhado e explicado. Além disso, o plano tem que ser robusto – os valores devem ser percebidos como factíveis e seu custo como moderado. Caso contrário, a viabilidade da própria política pode ser questionada.

Ademais, o Bacen pode querer adquirir uma maior flexibilidade em sua estratégia, nas linhas sugeridas acima, antes de assumir um compromisso de continuar vendendo dólares por mais um ano. Não seria necessário mostrar flexibilidade antes do final de 2001, elevando ou reduzindo suas vendas de dólar antes do fim do ano. Porém tem que tomar uma decisão sobre o modo como o fará a partir de então. Não deve ser visto como se o fizesse em resposta a movimentos de curto prazo na taxa de câmbio em vigor ou no estoque de reservas. Esta é a razão pela qual, mais tarde neste ano, pode ser recomendável começar a incluir nas atas do Copom uma avaliação regular da nova política. Uma revisão rotineira enquadrada em termos do resultado do balanço de pagamentos poderia então fornecer o veículo apropriado para anunciar uma mudança no volume de vendas, caso isso se torne desejável.

#### **4. Uma outra opção**

Encerro esta nota sugerindo uma abordagem diferente para as intervenções diárias que poderia talvez ser contemplada caso o Bacen decida-se por aderir a tais técnicas no médio prazo. Em seus recentes escritos sobre política cambial, John Williamson tem favorecido uma forma frouxa de flutuação gerenciada que foi proposta inicialmente pela Comissão Tarapore, nomeada para avaliar a liberalização do regime cambial indiano. Esse gerenciamento envolve o uso de uma “banda de monitoramento” para pautar a intervenção. Segundo a variante de Williamson para esse esquema, o banco central não intervém quando a taxa de câmbio permanece dentro da banda de monitoramento. Porém, quando a taxa cruza a borda da banda de monitoramento, o banco central pode intervir (ou tomar outras medidas de política) para mover a taxa de volta para a banda.

Como pode esse mecanismo ser adaptado à situação brasileira? Suponha que o Bacen tenha adotado uma banda de monitoramento para o real, fixando a borda superior da banda em, digamos, R\$2,35 e a borda inferior em R\$2,15 (Escolhi, deliberadamente, limites que põem a taxa de câmbio atual fora da banda e, assim, “instruem” o Bacen em vender dólares diariamente). Sempre que o real estiver acima da banda o Bacen venderia um número fixo de dólares, digamos US\$50 milhões, e continuaria a fazê-lo até que o real tivesse se movido para dentro da banda. Sempre que o real estivesse abaixo da banda, o Bacen compraria esse mesmo número de dólares. A estratégia não envolveria um confronto com o mercado. Muito embora a duração das vendas ou compras diárias dependesse da taxa de câmbio, seu volume seria predeterminado, do mesmo modo que o é hoje. Além disso, a posição da própria banda poderia ser ajustada freqüentemente; poderia ser aumentada ou reduzida de um valor que não fosse maior que a mudança percentual da taxa de câmbio corrente durante o mês ou o trimestre anterior.

O uso de uma banda de monitoramento claramente representaria uma mudança significativa na anunciada postura do Bacen, que atualmente desautoriza qualquer vinculação explícita entre suas transações cambiais e o comportamento da

taxa de câmbio de curto prazo. Porém, caso o Bacen decida continuar em sua política atual além do próximo ano, tendo dessa forma que adotar dentro daquela política um modo de evitar uma redução gradual das reservas brasileiras ou uma imprudente dependência de volumosos empréstimos externos, o uso de uma banda de monitoramento poderia ser uma forma articulada e transparente de desencadear, parar ou reverter quantidades fixas diárias de intervenções no mercado de divisas sem convidar os participantes do mercado a julgar o sucesso ou insucesso da política do Bacen pela suficiência ou duração de suas vendas ou compras diárias.

Eu pensaria muito e profundamente antes de adotar uma banda de monitoramento, do mesmo modo que pensaria muito e profundamente sobre como continuar com a presente política de mão única de vendas diárias de dólar por mais um ano completo. Porém, caso a atual estratégia seja tida como uma boa maneira de agir no médio prazo, uma banda de monitoramento poderia servir como arcabouço viável para pautar uma mudança futura que envolva transações nos dois sentidos.