

Flutuação Cambial e Taxa de Juros no Brasil

JOÃO SICSÚ*

This short article shows that since 1999 the interest rate has been correlated to exchange rate volatility in Brazil. Therefore, it would be one of the reasons for not reducing the interest rate in Brazil.

INTRODUÇÃO

O objetivo do artigo é analisar qual a relação existente entre a taxa de juros de curto prazo (Selic) e a taxa de câmbio desde de 1999 — ano em que foi instaurado o regime de câmbio flutuante. Utiliza-se para tanto técnicas simples de análise gráfica de séries temporais. A análise sugeriu que a tendência da taxa de juros de curto prazo está relacionada com a tendência da variação diária (percentual) da taxa de câmbio. Sugeriu ainda que movimentos de elevação da variação diária (percentual) da taxa de câmbio correspondem a movimentos de elevação da tendência da taxa de câmbio nominal. Mostrou-se, portanto, uma das causas que impedem a redução do nível da taxa de juros de curto prazo no Brasil, tal como sugeriram Bresser-Pereira e Nakano (2002: 18-23).

Na primeira seção, analisa-se a relação existente entre a tendência da taxa de câmbio nominal e a sua variação diária (percentual). Na segunda seção, faz-se a análise da relação existente entre a variação diária (percentual) da taxa de câmbio e a variação da taxa de juros de curto prazo. Na última seção, inicia-se a discussão sobre alguns tópicos relacionados com a principal conclusão do artigo: a função de reação do Banco Central do Brasil (BCB), a necessidade do controle do movimento de capitais, a autonomia da política monetária, o déficit público e a retomada do crescimento.

1. A TENDÊNCIA E A VOLATILIDADE DA TAXA DE CÂMBIO

No gráfico 1, são apresentadas a série da taxa de câmbio de nominal (ruído e tendência) e a variabilidade da taxa de câmbio (ruído). Ambas as séries são diárias e se referem ao período de janeiro de 1999 a abril de 2002. A análise gráfica das

* Professor adjunto do Instituto de Economia da UFRJ. Gostaria de agradecer ao Cnpq e a Faperj pelo apoio e a Marcio Holland e Fernando Cardim de Carvalho pelos comentários a uma versão preliminar do presente artigo. Valem, contudo, as observações de praxe.

séries temporais sugere que quando existem movimentos que indicam um aumento (redução) da variação diária percentual (isto é, da volatilidade) da taxa de câmbio, há também movimentos de inclinação para cima (baixo) da trajetória da taxa de câmbio nominal. Cabe ressaltar que este é um fenômeno estritamente econômico, porque do ponto de vista da teoria estatística a variabilidade de uma série não está necessariamente relacionada com sua tendência. A explicação é essencialmente econômica: diante de uma alta volatilidade cambial, o que reflete incertezas internas e/ou externas, os agentes buscam proteção demandando dólares e, conseqüentemente, pressionam o seu preço para cima.

O gráfico 2 pode melhorar a visualização da relação que está sendo sugerida. Para tanto, dois procedimentos estatísticos foram aplicados nas séries que aparecem no gráfico 1. A série que representava o câmbio nominal foi *alisada* através da determinação de uma linha de tendência calculada através de média móvel (de 60 pontos). Sendo assim, a série *alisada* representa somente a tendência do valor da taxa de câmbio nominal — isto é, os ruídos foram excluídos. A série que representava os ruídos, ou seja, que representava a volatilidade cambial, foi transformada em módulo, ou seja, todos os valores negativos são, agora, valores positivos. O gráfico 2 torna, então, mais evidente que os movimentos que aumentam a volatilidade cambial estão acompanhados por movimentos ascendentes da tendência da taxa de câmbio nominal.

2. A TAXA DE JUROS DE CURTO PRAZO E A TAXA DE CÂMBIO

Nos gráficos 3 e 4, estão representadas a série de taxa de juros de curto prazo e a tendência da volatilidade cambial (as séries de câmbio e taxa de juros utilizadas estão disponíveis no site do BCB: <http://www.bcb.gov.br>). Para se construir a tendência da volatilidade cambial, foi feito um ajuste polinomial (de grau 6) na série original — esta última também aparece nos gráficos. Estes sugerem que existe uma forte correlação entre a trajetória da taxa de juros de curto prazo que é determinada pelo BCB e a tendência da volatilidade cambial. Em outras palavras, um movimento que inclina positivamente (negativamente) a tendência da volatilidade cambial corresponde a um movimento de elevação (redução) da taxa de juros de curto prazo. O gráfico 3 é referente ao período de janeiro de 1999 a setembro de 2000. O gráfico 4 é referente ao período de setembro de 2000 a abril de 2002.

Cabe destacar, contudo, que, embora haja uma clara correlação sugerida pela análise gráfica das tendências, não existe nenhuma indicação *estatística* de causalidade entre as variáveis analisadas. Não se pode afirmar com base na análise gráfica das séries temporais que: (i) quando a volatilidade cambial aumenta (diminui), isso provoca uma elevação (redução) da taxa de juros de curto prazo e nem que (ii) quando o BCB eleva (reduz) a taxa de juros de curto prazo, isso provoca um aumento (diminuição) da volatilidade cambial.

3. À GUISA DE CONCLUSÃO

Sobre a função de reação do Banco Central do Brasil — Embora não tenham sido utilizados procedimentos estatísticos para analisar a relação de causalidade existente entre as variáveis estudadas, os eventos econômicos sugerem que o BCB tem reagido elevando a taxa de juros (ou tem deixado de reduzi-la) quando o câmbio apresenta movimentos prévios de elevação da sua volatilidade o que corresponde (como mostrado na primeira seção) a uma tendência ascendente da taxa nominal de câmbio. Então, seria correto afirmar que a função de reação do BCB, sob o regime de metas de inflação, possui basicamente um componente cambial — a taxa de juros tem sido utilizada fundamentalmente para controlar movimentos cambiais.

Sobre a autonomia da política monetária — Embora o regime de câmbio seja fluante, o BCB reage contra movimentos que tendam a provocar desvalorizações cambiais agudas. O regime cambial adotado no Brasil, e em grande parte das economias relevantes, é um regime de flutuação cambial administrada, tendo por vezes um alvo implícito de taxa nominal. A taxa de juros de curto prazo é o principal instrumento de *política monetária* utilizado para promover tal administração cambial. Como visto, a taxa de juros é reduzida (aumentada) quando a volatilidade e a tendência da taxa de câmbio nominal são favoráveis (desfavoráveis). Contudo, como os aumentos da volatilidade cambial (que, no caso brasileiro, correspondem a movimentos agudos de desvalorização da taxa de câmbio) têm sido freqüentes, a autonomia da política monetária para fixar (reduzir) a taxa de juros está comprometida. Não existe liberdade (discrição) para o BCB manipular a taxa de juros, mas sim uma regra de *feedback* de determinação da taxa de juros, tal como foi mostrado nos gráficos 3 e 4. Nem sempre, como prega o conhecido modelo Mundell-Fleming, existe no mundo real a *trindade possível*: livre mobilidade de capitais, regime de câmbio fluante e *autonomia da política monetária*.

Sobre a necessidade de controle do movimento de capitais — Nessas condições, é necessário que a conta de capitais do balanço de pagamentos seja administrada de forma mais direta através de um controle seletivo do movimento financeiro com o exterior. Trata-se de impedir que a flutuação do dólar fique de forma bastante sensível, sujeita a entradas e saídas volumosas de capitais, provocadas por mudanças abruptas de humor dos mercados financeiros nacional e internacional. Se o BCB estivesse dotado de mecanismos de controle do movimento de capitais, não precisaria utilizar a taxa de juros para reduzir a sua volatilidade, conferindo assim mais autonomia à política monetária, com conseqüências positivas sobre a redução do déficit público e o crescimento econômico. Com os capitais sob um razoável controle, haveria mais espaço para se reduzir a taxa de juros e aumentaria a proteção da economia contra novos choques. Um ambiente de capitais totalmente livres e com elevada (taxa de) remuneração somente é consistente com a lógica especulativa presente nos mercados financeiros.

Sobre o déficit público — Este depende em grande medida do patamar da taxa de juros e das variações nominais da taxa de câmbio. Sendo assim, quando aumenta a volatilidade cambial, o que corresponde a um movimento ascendente da ten-

dência do valor nominal da taxa de câmbio, aumenta também o déficit público. Então, o BCB aumenta a taxa de juros para inverter a trajetória do câmbio. Mas o aumento da taxa de juros provoca, por sua vez, aumento do déficit público. Esse imbróglio poderia ser desfeito se a volatilidade cambial fosse reduzida através da administração do movimento de capitais e se (em consequência) a política de determinação da taxa de juros estivesse isenta da necessidade de controlar movimentos cambiais (volatilidade e tendência).

Retomada do crescimento — Esta depende, em grande medida, da possibilidade de redução da taxa de juros interna. Ora, enquanto a economia estiver vulnerável a saídas abruptas de capitais estrangeiros voláteis ou à fuga de capitais de residentes, o BCB poderá se defrontar com excessiva volatilidade da taxa de câmbio e, dessa forma, terá dificuldade de trazer a taxa de juros interna para níveis mais baixos e mantê-la nesses níveis — e a economia brasileira continuará crescendo abaixo do seu potencial (Batista Jr., 2000: 362). A subordinação das políticas monetária e cambial aos dogmas, modas e preconceitos da lógica dos mercados financeiros talvez seja a maneira mais segura de prolongar o quadro de estagnação ou crescimento medíocre dos últimos vinte anos — e pode ser o caminho mais curto para novos surtos e abalos financeiros (Batista Jr., 2000: 375).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BATISTA JR., P.N. (2000). *A economia como ela é...* São Paulo: Boitempo Editorial.
- BRESSER-PEREIRA, L.C. & NAKANO, Y. (2002). *Uma estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade*. (disponível em bresserpereira.org.br).

Gráfico 1
Valor e Volatilidade da Taxa de Compra do Câmbio Livre
no Período de Janeiro de 1999 a Abril de 2002

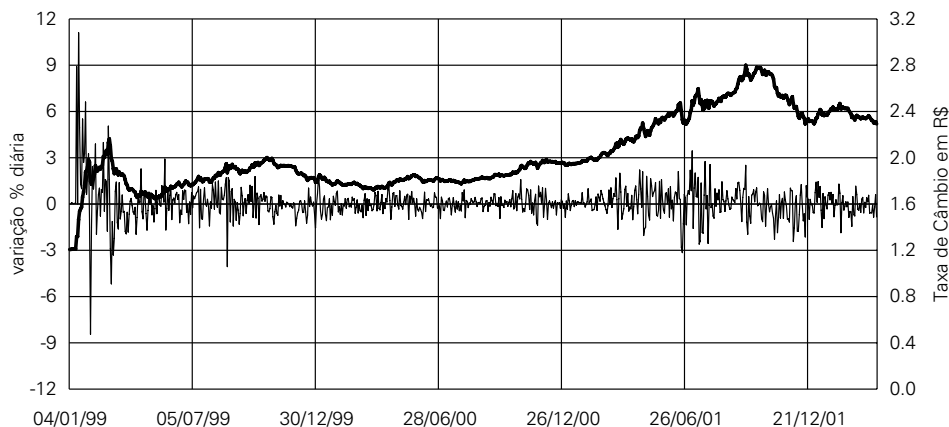


Gráfico 2
Tendência e Módulo da Volatilidade da Taxa de Câmbio de Compra do Mercado Livre no Período de Janeiro de 1999 a Abril de 2002

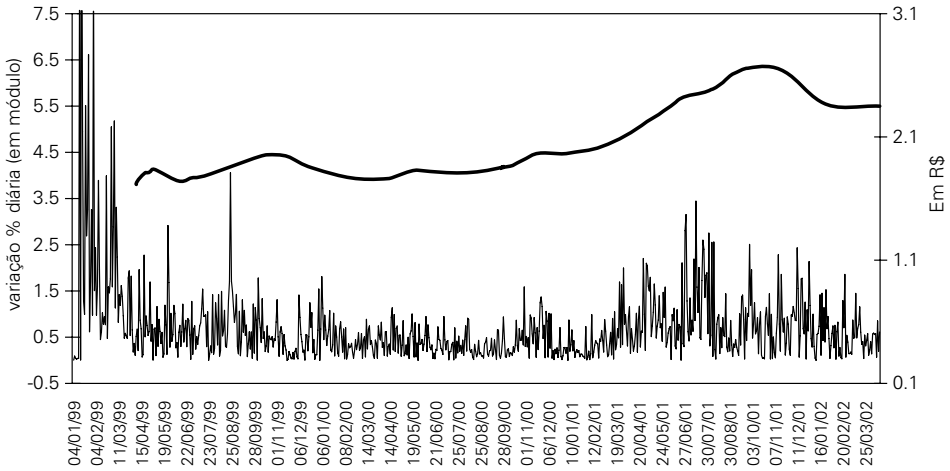


Gráfico 3
Taxa de Juros e Tendência da Volatilidade da Taxa de Compra do Câmbio Livre no Período de Janeiro de 1999 a Setembro de 2000

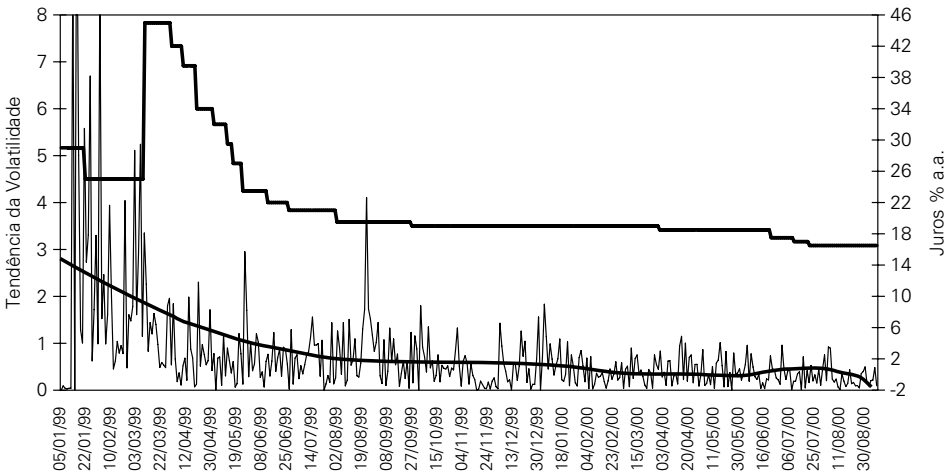


Gráfico 4

Taxa de Juros Selic e Tendência da Volatilidade da Taxa de Compra do Câmbio Livre no Período de Setembro de 2000 a Abril de 2002

