

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA



PROFESSOR ORIENTADOR: PEDRO LINHARES ROSSI

ANÁLISE DA POLÍTICA CAMBIAL NO BRASIL NO PERÍODO DE 2009 A 2016

CAMPINAS

2017

Andreia Ferreira Forte

ANÁLISE DA POLÍTICA CAMBIAL NO BRASIL NO PERÍODO DE 2009 A 2016

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas sob orientação do Prof^o Dr^o Pedro Linhares Rossi.

**Campinas
2017**

Agradecimentos

Esta monografia resume em parte os meus aprendizados dentro do Instituto de Economia da Unicamp. Sua evolução com relação aos primeiros projetos e seminários desenvolvidos na graduação são uma *proxy* da minha evolução como economista. Com certeza, isso não teria ocorrido sem pessoas tão queridas e importantes que estiveram do meu lado durante estes cinco anos de graduação. Provavelmente, esquecerei algumas pessoas e a outras não conseguirei fazer jus, com palavras, à importância que tiveram na minha trajetória.

Primeiramente, gostaria de agradecer ao meu professor e orientador, Pedro Rossi, pelos dois anos de conselhos e pelas críticas, extremamente construtivas, prestadas à este trabalho desde quando ainda era uma iniciação científica, em 2015. Além disso, agradeço também pelo semestre de aulas na disciplina de Economia Internacional III e pelas produções acadêmicas tão inteligentes e didáticas que, em muito, me auxiliaram na criação desta monografia.

Ao professor André Biancarelli, também faço meu agradecimento direto, pela orientação prestada a este projeto quando era uma iniciação científica em 2015 e por ter me convidado à participar das discussões do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (CECON), que tanto me engrandeceram como economista nos dois anos em que eu pude participar de suas reuniões.

Aos professores do Instituto de Economia com quem eu cursei disciplinas, obrigada pela contribuição que deram à minha formação.

A todos os funcionários, da cantina, biblioteca e aos terceiros, presentes no meu dia-a-dia, meu agradecimento à cada palavra e auxílio. Cada um de vocês contribuiu de forma significativa para a minha vivência durante estes cinco anos.

Aos companheiros da ECONOMICA e do Clube de Consultoria da Unicamp, meu muito obrigada pela parceria e pela contribuição tão grande que me deram profissionalmente.

Aos meus grandes presentes dados por Campinas. Giovanna Minink, com quem eu pude morar dois anos, muito obrigada por aturar cada choro, estresse, desespero pré-prova, sempre disposta à ajudar, e por compartilhar cada alegria, conquista, festa e cerveja comigo. Você se tornou uma irmã para mim. À Beatriz, Cecília e Camila, obrigada por dividirem comigo grandes momentos e por estarem sempre ao meu lado. Tenho certeza que participaremos de cada evolução uma das outras nos próximos anos e por toda a vida. Eu amo todas vocês.

Às minhas irmãs da vida, Karen, Juliana e Giovanna Claro, obrigada pelos longos anos de amizade, por toda a força que me deram quando eu fui para Campinas e por nunca terem se afastado de mim, mesmo com as minhas loucuras. Sem vocês nada disso teria acontecido. Vocês são os grandes amores da minha vida.

Provavelmente as palavras não farão jus ao que vocês fizeram por mim, meus pais. De origem humilde, vieram buscar a vida em São Paulo, abandonando suas famílias e sem nada nas malas.

Deram a mim e a minha irmã uma excelente educação, mesmo que para isso precisassem abrir mão de quaisquer outras coisas. A admiração que eu sinto por vocês não cabe em palavras, assim como o amor. À minha mãe, meu agradecimento especial, por estar sempre presente, mesmo longe, me ajudando a superar todas as minhas dificuldades e permitindo que eu pudesse usufruir desta universidade por quatro anos sem que eu precisasse me preocupar com mais nada.

À minha irmã, o agradecimento é tão grande quanto. Minha admiração por você só aumenta e me espelho em você todos os dias para me tornar alguém melhor.

Meu último e maior agradecimento é para Deus, que foi e é meu ponto de equilíbrio e quem permitiu que eu pudesse viver cada momento, conhecer cada uma destas pessoas e alcançar todos os meus objetivos durante estes cinco anos. Sem a minha fé e sem sua proteção, nada poderia ter ocorrido.

Campinas

2017

FORTE, Andreia. **Análise da Política Cambial no Brasil no Período de 2009 a 2016**. 2017. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2017.

RESUMO

A taxa de câmbio é uma das principais variáveis macroeconômicas e tanto seus determinantes quanto o manejo de instrumentos para interferir no seu livre funcionamento suscitam um debate que segue por muitas décadas na literatura econômica. O Brasil, por ser detentor de uma moeda *target* na hierarquia do sistema monetário internacional, tem especificidades importante acerca do seu mercado de câmbio e da determinação deste preço. Mesmo com a instituição do regime de câmbio flutuante, em 1999, a autoridade monetária não deixou de interferir na determinação do preço da moeda tornando o regime de flutuação da moeda “sujo”. Este trabalho busca, no período de 2009 a 2016, definir fases de política cambial no Brasil com base em instrumentos utilizados e nas formas que o foram feitos. Para isto, coloca em debate as visões acerca da flutuação da taxa de câmbio e o detalhamento da institucionalidade do mercado de câmbio no Brasil para fornecer os insumos necessários para fazer a caracterização das fases.

Palavras-Chaves:

Taxa de câmbio, política cambial, instrumentos de política cambial

ABSTRACT

The exchange rate is one of the main macroeconomic variables and its determinants as well as the handling of instruments to interfere in its free operation, cause a debate that follows for many decades in the economic literature. Brazil, because it has a target currency in the hierarchy of the international monetary system, has important specificities about its foreign exchange market and the determination of this price. Even with the introduction of the floating exchange rate regime in 1999, the monetary authority did not stop to interfere in the determination of the currency's price, making the regime of currency fluctuation "dirty". This paper seeks to define phases of exchange rate policy in Brazil, in the period from 2009 to 2016, based on the instruments used and the forms that were made. To achieve this goal, the visions about the exchange rate fluctuation were studied as well as the detailing of the exchange market institutionality in Brazil to provide the necessary inputs to characterize the phases.

Keywords

Exchange rate, foreign exchange policy, instruments.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	8
1. CAPÍTULO 1: Política Cambial: Livre Flutuação da Moeda X Intervenções no Mercado.....	11
Apresentação.....	11
1.1. A Escola Monetarista: O Pensamento de Milton Friedman.....	12
1.2. O Pensamento Heterodoxo.....	14
1.3. Taxas de Câmbio em Países Periféricos e Centrais e Política Cambial Ativa.....	20
1.4. A Taxa de Câmbio como Instrumento de Desenvolvimento.....	24
1.5. Considerações Finais.....	26
2. CAPÍTULO 2: O Mercado de Câmbio no Brasil.....	27
Apresentação.....	27
2.1. A Institucionalidade do Mercado de Câmbio.....	28
2.2. O Mercado Primário.....	30
2.3. O Mercado Interbancário.....	31
2.4. O Mercado de Derivativos.....	33
2.5. O Mercado <i>Offshore</i>	35
2.6. Instrumentos de Política Cambial.....	36
2.7. Considerações Finais.....	38
3. A Análise da Política Cambial no Brasil.....	40
Apresentação.....	40
3.1. Fases de Política Cambial no Brasil- 2009 a 2016.....	41
3.2. Visão Analítica da Política Cambial no Brasil – 2009 a 2016.....	42
3.2.1. Primeira Fase – 2009 a 2012.....	42
3.2.2. Segunda Fase – Dez/2012 a Mar/2015.....	46
3.2.3. Terceira Fase – Mar/2015 a 2016.....	50
3.3. Considerações Finais.....	53
4. CONCLUSÃO	54
5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	56

Introdução

Aliada à taxa de juros, a taxa de câmbio é uma das variáveis mais importantes na determinação do consumo, investimento, balança comercial e, assim, da renda, por meio do impacto que possui na tomada de decisão dos consumidores e empresários. É definida como o preço de uma moeda estrangeira medida em unidades de uma moeda nacional. Dado que a moeda estrangeira mais negociada no Brasil é o Dólar, é muito comum ler ou ouvir que “o câmbio está a 3,50”, o que quer dizer que um Dólar americano está custando 3,50 reais. Segundo Rossi (2012) e Prates (2015), a taxa de câmbio no Brasil não é fruto apenas do fluxo cambial líquido que resulta das relações comerciais e financeiras dos agentes primários, mas também sofre os efeitos do ciclo de liquidez internacional, das posições compradas e vendidas no mercado futuro e das atuações da política cambial, principalmente no mercado de derivativos.

Não há dúvidas de que o comércio é uma chave fundamental para o desenvolvimento econômico das nações e, desta forma, a taxa de câmbio entre as moedas do sistema monetário internacional é de extrema importância. Como afirma Rossi (2016), a variação da taxa de câmbio entre duas moedas não é apenas um número, mas é a variação de toda uma estrutura de preços relativos e tem impactos fundamentais nos setores e classes sociais presentes em uma estrutura econômica. Portanto, a política cambial operada de maneira efetiva pode desempenhar um papel similar ao de uma política tarifária e contribuir de maneira importante para o desenvolvimento econômico.

Dada sua importância, desde fins da década de 1990, as teorias que visam explicar os determinantes da taxa de câmbio ganharam mais relevância, principalmente devido ao cenário de sucessivas crises cambiais em economias emergentes e a posterior transição dos regimes cambiais destas economias para regimes de câmbio flutuantes. Porém, visto que a maioria destas economias opera em regime de flutuação suja, ou seja, com pelo menos algum grau de intervenção da autoridade monetária na determinação do preço da moeda devido ao “*fear of floating*” ou “medo de flutuar”, nos termos de Calvo e Reinhart (2002), é trazido à tona o debate acerca dos efeitos que uma interferência “não-natural” na taxa de câmbio pode trazer na competitividade, inflação e distribuição de renda.

No Brasil, a formação da taxa de câmbio assume especificidades muito distintas dos principais mercados cambiais (principalmente dos países centrais), devido à institucionalidade do mercado de câmbio e a posição do Real como moeda *target* na hierarquia do sistema monetário internacional. Desta forma, torna-se importante o estudo do mercado de câmbio no Brasil e do comportamento desta variável tão importante macroeconomicamente.

Com o objetivo de comprovar a hipótese de que existiram três fases de política cambial no Brasil no período de 2009 a 2016, o primeiro passo deste trabalho de monografia consiste na apresentação do debate entre a escola monetarista, uma das escolas que defende o regime de câmbio flutuante sem intervenção da autoridade monetária, devido à capacidade do mercado em definir os preços da economia, e a visão de alguns autores heterodoxos, que defendem a interferência neste mercado devido à importância deste preço para o desenvolvimento econômico. Este é um passo importante, dado a necessidade de compreender a motivação das autoridades monetárias em interferirem na determinação do câmbio. Com isto, haverá a análise do mercado de câmbio no Brasil para entender as especificidades que permeiam este e quais são os instrumentos de política cambial possíveis para o Banco Central. A partir desta discussão, pode-se detalhar de forma mais analítica o período em estudo, com o intuito de apresentar quais foram os instrumentos utilizados e a forma que o foi feito em cada fase delineada.

A metodologia utilizada neste trabalho compreendeu alguns pontos importantes. Inicialmente foi realizada uma revisão bibliográfica a partir de livros e artigos que apresentam a institucionalidade do mercado de câmbio no Brasil, especificando os seus níveis e funcionamento. Além disso, esta metodologia também foi adotada para justificar uma política cambial ativa em economias periféricas, a partir da discussão entre diferentes visões acerca de uma política cambial ativa e entender, de forma mais profunda, o funcionamento da política cambial no país, assim como seus instrumentos de atuação. Em uma segunda etapa foi efetuada a análise de dados obtidos por meio das bases de dados do Banco Central do Brasil, Oanda e FMI, entre outros, com vistas a apresentação, de forma mais analítica, dos movimentos cambiais da cotação entre o Dólar e o Real no período estudado, pontuando as fases de política cambial, e também apresentando a maior volatilidade das moedas periféricas com relação às centrais.

A partir deste trabalho, poder-se-á alcançar uma melhor compreensão de como funcionam as intervenções no mercado de câmbio e como estas são moldadas de acordo com o cenário doméstico e internacional em cada momento. Para chegar aos resultados esperados, o trabalho foi dividido em três capítulos.

O primeiro capítulo deste projeto de monografia visa apresentar, de maneira geral, um debate sobre a política cambial. De um lado, é exposta a visão monetarista de Milton Friedman em defesa da taxa de câmbio flutuante, sem intervenções da autoridade monetária; do outro lado, temos a visão crítica de alguns autores acerca da necessidade de existência de uma política cambial ativa para manter o preço da moeda em determinado patamar. Além disso, constrói-se uma argumentação no

sentido da defesa de uma política cambial ativa, utilizando dados da variação da taxa de câmbio de moedas periféricas frente as moedas centrais do sistema monetário internacional.

O segundo capítulo, por sua vez, retrata, de forma detalhada, a institucionalidade do mercado de câmbio no Brasil e as especificidades dos mercados primário, interbancário, derivativos e *offshore*, tal como seu funcionamento e impacto na formação da taxa de câmbio. Além disso, com a análise destes mercados, são apresentados os instrumentos de política cambial e sua utilização em cada segmento.

O terceiro capítulo consiste na exposição dos instrumentos utilizados para interferir no mercado de câmbio e na definição de três fases de política cambial no Brasil no período de 2009 a 2016, cada uma com suas especificidades, seja em instrumentos, regulações e periodicidade de intervenção.

Por fim, a partir da construção dos três capítulos, há uma conclusão que busca tecer considerações finais acerca do estudo realizado nesta monografia.

1. Política Cambial: Livre Flutuação da Moeda X Intervenções no Mercado

Apresentação

O presente capítulo tem como objetivo recuperar as construções teóricas de duas importantes escolas do pensamento econômico que protagonizaram, com o colapso de Bretton Woods na década de 1970, mais uma batalha da eterna luta entre monetaristas e keynesianos. Como afirma Flassbeck (p.2, 2001), “*Monetarism fought for a clear market solution and expected ‘stabilizing speculation’, whereas most Keynesians mistrusted the ‘animal spirits’ of the Market and feared herd instincts and bandwagon effects*”.

Para isto, a primeira seção recupera a construção teórica de Milton Friedman e a sua defesa no mercado, formado por agentes com expectativas racionais, como eficiente na definição dos preços da economia. Para solidificar sua tese acerca da ineficiência das intervenções, ele cita exemplos de sua utilização para fazer sua desconstrução.

A segunda seção traz alguns expoentes do pensamento heterodoxo, que, a partir do colapso de Bretton Woods, analisa a hierarquia do sistema monetário internacional e a diferente forma em que as moedas são afetadas de acordo com o comportamento internacional, trazendo a importância dos instrumentos de política cambial para controlar estes movimentos.

A terceira seção apresenta, por meio de dados, a diferença de volatilidade das moedas periféricas com relação às moedas centrais, visando justificar uma política cambial ativa para países detentores de moedas periféricas.

A quarta seção deste capítulo expõe uma discussão fundamental sobre a taxa de câmbio como instrumento de desenvolvimento, mostrando a sua importância para importantes setores da economia, como a indústria.

A quinta seção consiste nas considerações finais e visa recuperar os principais pontos trabalhados neste capítulo.

1.1 A Escola Monetarista: O Pensamento de Milton Friedman

Com relação à teoria convencional, ortodoxa, a ideia que cerceia o pensamento *mainstream* é a de que, segundo Andrade e Prates (2012), os fluxos comerciais determinam os preços, com muito mais interferências do que os fluxos financeiros. Estes seriam plenamente importantes no fornecimento de fundos para a atividade do comércio internacional. Somado a isto, acredita-se que há a tendência para o equilíbrio entre importações e exportações e assim, os preços, no longo prazo, seriam resultado da demanda mundial por bens e serviços com o intuito de garantir relações comerciais equilibradas.

Com a base teórica fundamentada em mercados eficientes, expectativas racionais e de uma macroeconomia com solidificação em microfundamentos, não há a possibilidade de viés para os preços futuros devido a não sustentação de atividades irracionais no longo prazo (Andrade e Prates, 2012). Com isto, o papel dos mercados financeiros e do dinheiro é limitado ao curto prazo e, no longo prazo, a taxa de câmbio refletiria os fundamentos de uma determinada economia (Gabriel e Oreiro, 2008), sendo um fenômeno exclusivamente monetário. A defesa da livre flutuação das moedas é embasada no fato de que o mercado tem a capacidade de levar o preço das moedas ao equilíbrio macroeconômico, ou seja, equilíbrio dos preços domésticos com relação aos preços internacionais. Este tipo de regime, para estes teóricos, poderia, sim, gerar movimentos especulativos, porém estes seriam estabilizadores, pois os agentes teriam a capacidade de prever o futuro sem erros sistemáticos, de forma estatisticamente confiável.

Para Friedman (1953), a importância da liberalização do comércio multilateral, sem controles quantitativos sobre importações e exportações, é uma forma de desenvolvimento aos países, que apenas torna-se real com taxas de câmbio flexíveis. Sua análise é plenamente baseada no comércio e em seus efeitos sobre a balança de pagamentos, com déficits e superávits que levam, necessariamente, às alterações na taxa de câmbio, dado regime de câmbio flutuante. Com câmbio flexível, é possível também que os países possuam independência de instrumentos de políticas monetária e fiscal que são consistentes com a manutenção de qualquer grau de liberdade de transações internacionais que sejam melhores aos seus cidadãos, preservando o equilíbrio externo. Segundo o autor, a instabilidade das taxas de câmbio em um cenário de livre flutuação significa que há uma instabilidade nos fundamentos daquela economia, que não serão resolvidos por “congelamentos no câmbio”, pois estes só farão os ajustamentos mais dolorosos para a economia. Assim, uma taxa de câmbio em regime flexível tenderia a manter-se constante conforme os seus fundamentos e condições econômicas também se mantiverem (Johnson, 1972).

O mecanismo de ajuste da taxa de câmbio, para o autor, é muito simples. O país que tenha um superávit, em determinado período, apresentará valorização em sua moeda, reduzindo sua taxa de câmbio com relação às outras moedas. Desta forma, os bens *tradables* deste país tornar-se-ão mais caros em termos de moeda estrangeira e os bens *tradables* estrangeiros, mais baratos, mesmo que não haja variações no preço em termos de moeda doméstica. Com isto, há uma tendência ao aumento de importações e queda nas exportações, o que levará à compensação do superávit inicial, retornando a balança ao seu equilíbrio e desvalorizando a moeda ao seu valor inicial. O processo inverso é válido da mesma forma.

Com vistas a rebater as críticas que afirmam que, em um cenário de livre flutuação, a especulação pode desestabilizar de maneira profunda o preço de uma moeda, Friedman afirma, com um exemplo simples, que, de forma contrária, os especuladores provêm reservas para controlar os déficits e superávits na balança de pagamentos. Segundo o autor (p. 161-162, 1953), caso um país tenha uma tendência temporária ao superávit (ou déficit) na balança de pagamentos, o efeito na moeda é imediato, se o país tem um superávit (déficit) de receitas, a taxa de câmbio tenderá a se valorizar (desvalorizar). Dado que a tendência é temporária, aqueles “holders” que possuem a moeda venderão (comprarão) moeda com vistas à comprar (vender) quando esta estiver com um preço mais baixo (alto). O autor, no entanto, deixa claro que a “especulação estabilizadora” somente é válida nos casos em que a tendência não é estrutural e relacionada aos fundamentos do país (1953):

On the other hand, if the change in the exchange rate is generally regarded as produced by fundamental factors that are likely to be permanent, the incentives are the reverse of those listed above, and speculative transactions will speed up the rise or decline in the exchange rate and thus hasten its approach to its final position. (p.162)

A possibilidade de ajustes externos via mudanças nos preços ou rendas internas também são citados pelo autor como uma forma positiva de ajuste do balanço de pagamentos em caso de déficit ou superávit. Segundo Friedman (1953), um ajuste de preços teria o mesmo efeito de uma flutuação na taxa de câmbio caso a estrutura de preços de uma economia fosse plenamente flexível, incluindo salários. Porém, esta situação não é comum e os preços internos são altamente inflexíveis, principalmente os salários, sendo mais flexíveis para cima do que para baixo. Assim, caso o ajuste seja feito por meio de uma mudança nos preços, o resultado pode ser um aumento do desemprego com uma queda de demanda agregada (em caso de déficit na balança de pagamentos e redução dos preços internos), o que não é desejável.

O ajuste via controles diretos é o menos desejável, segundo o autor, pois mesmo que *a priori* tragam os mesmos efeitos que uma flutuação cambial ou uma mudança na estrutura de preços, haverá

uma mudança na composição de exportações e importações, além das que envolvem transações com capitais, que não podem ser previstas ou controladas, e podem, portanto, interferir na eficiência da distribuição e produção de bens. Com isto, a mera existência de controles diretos já faz com que a moeda seja menos desejada e, com isto, a demanda por moeda será mais reduzida do que o seria caso a flutuação livre da moeda fosse operada. Além de todo o impacto na eficiência do mercado, o autor enfatiza que os controles também podem aumentar os conflitos políticos acerca de sua operação.

A última forma de ajuste externo citada pelo autor é a utilização de reservas internacionais, que, apesar de factíveis, não são desejadas para movimentos pequenos e temporários na taxa de câmbio, pois estes podem ser compensados pelas transações especulativas privadas. Caso, o movimento seja de alta magnitude e longa duração, pode ser necessária a utilização das reservas monetárias para aliviar a restrição ou folga externa. Porém, dado que, na maioria das vezes, a estrutura de preços de uma economia é pouco flexível, principalmente para baixo, tanto a venda quanto a compra de reservas devem ser operadas de formas não inflacionárias/deflacionárias e com atenção à pressão que este movimento terá sobre a taxa de juros operante.

Friedman, mesmo com esta gama de possibilidades para ajustes no balanço de pagamentos, acredita que a livre flutuação da taxa de câmbio parece ser a técnica mais adequada. Nas palavras de Friedman (1953):

It's far simpler to allow one price to change, namely, the price of foreign Exchange than to rely upon changes in the multitude of prices that together constitute the internal price structure. (p.173)

Desta forma, para o autor, as taxas de câmbio deveriam ser mais flexíveis para alcançar o “*market clear*” e como forma alternativa à falta de flexibilidade de preços e salários em âmbito internacional.

1.2 O Pensamento Heterodoxo

Para Keynes (1933), as economias modernas são monetárias e assim a função reserva de valor da moeda é fundamental, lhe atribuindo o papel de ativo. Assim, em momentos de ampla incerteza, como afirmam Andrade e Prates (2012), ativos com maior liquidez são mais valorizados, aumentando a preferência pela liquidez e a demanda por ativos mais líquidos, como a moeda. Para De Conti, Biancarelli e Rossi (2013, p.8), “a variável l (liquidez) é igual a um prêmio que os agentes aceitam receber para abrir mão de ativos mais líquidos [...] e é completamente baseada em expectativas e percepções associadas a um mundo incerto e é suscetível a grande volatilidade”.

Segundo Keynes (1936), para lidar com esta incerteza fundamental, os agentes utilizam-se das convenções. O autor exemplifica o conceito a partir de seu famoso exemplo do concurso de beleza:

“Para variar um pouco de metáfora, o investimento por parte de profissionais pode ser comparado aos concursos organizados pelos jornais, onde os participantes têm de escolher os seis rostos mais belos entre uma centena de fotografias, ganhando o prêmio o competidor cuja seleção corresponda, mais aproximadamente, à média das preferências dos competidores em conjunto; assim, cada concorrente deverá escolher não os rostos que ele próprio considere mais bonitos, mas os que lhe parecem mais próprios a reunir as preferências dos outros concorrentes, os quais encaram o problema do mesmo ponto de vista. Não se trata de escolher os rostos que, no entender de cada um, são realmente os mais lindos, nem mesmo aqueles que a opinião geral considere realmente como tais. Alcançamos o terceiro grau, no qual empregamos a nossa inteligência em antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral.”.(p.166)

Assim, segundo o autor, a precificação dos ativos ocorre de maneira convencional como forma de mitigar riscos inerentes ao processo devido à incerteza com relação ao futuro. Como afirmam Andrade e Prates (2012), a partir das convenções de mercado, se há a percepção de que um preço está muito distante daquilo do seria um “preço normal”, podem surgir ataques especulativos contrários a este. Isto é amplamente visível nos mercados cambiais, com relação a algumas moedas.

De acordo com Prates (2015), o ponto de partida da abordagem pós-keynesiana acerca da taxa de câmbio é um contexto histórico particular, emergido após o colapso de Bretton Woods, em 1973, caracterizado por uma ampla volatilidade, com taxas de câmbio, taxas de juros e preços sujeitos a amplas flutuações no curto e no longo prazo e pelo alto grau de contágio, que partia dos países centrais dos sistemas monetário e financeiro e eram propagadas a países que pareciam não ter nenhuma relação com o problema inicial. Contexto muito presente no sistema monetário e financeiro contemporâneo, como diz Prates (2015):

A maior preferência pela liquidez dos agentes e a volatilidade dos fluxos de capitais e, *pour cause*, dos mercados de câmbio, decorrem tanto da natureza da divisa-chave (o Dólar fiduciário) e da combinação do regime de câmbio flutuante com o ambiente de livre mobilidade de capitais – que estimulou a especulação nos mercados de câmbio e os fluxos de capitais de curto prazo, que acentuaram ainda mais a volatilidade desses mercados –, como da dinâmica do sistema financeiro internacional, condicionada pela globalização financeira e pela predominância das chamadas “finanças de mercado”. (p.40)

Diferentemente da visão convencional exposta acima, no pós-keynesianismo a ideia propagada é a de que os fluxos de capitais de curto prazo desempenham papel ativo e autônomo e são

os principais determinantes da taxa de câmbio, ou seja, seriam reflexo das decisões de compra e venda de divisas pelos bancos (*dealers* do mercado de câmbio) e da alocação de portfólio dos investidores, amplamente baseada na expectativa de ganhos futuros (Prates, 2015, p.40).

Além disso, é crucial ter em mente as questões relacionadas à hierarquia do sistema monetário e financeiro internacional com vistas à compreensão do papel periférico e vulnerável que as moedas periféricas, como é o Real, desempenham no cenário internacional. Como afirmam Andrade e Prates (2012), a assimetria do sistema monetário está relacionada à capacidade que as moedas tem de desempenhar as três funções (unidade de conta, reserva de valor e meio de pagamento) que lhes são inerentes em âmbito internacional. O Dólar, como moeda central no sistema monetário internacional, tem o maior grau de conversibilidade dentre as divisas, ou seja, é a moeda mais líquida e “porto seguro” do sistema. Em posição inferior ao Dólar, mas ainda consideradas líquidas, estão outras moedas como o Euro, a Libra e o Iene. Na base e em posição menos privilegiada, estão as moedas denominadas periféricas, que são inconvertíveis, ou seja, ilíquidas, mas são demandadas em períodos de boas expectativas com vistas à valorização de capitais de curto prazo.

A assimetria do sistema financeiro internacional possui duas dimensões, segundo Prates e Andrade (2012), que se referem a determinação dos fluxos de capitais aos países emergentes, que possuem pouca relação com os atributos domésticos dos países e muito mais com relação aos ciclos econômicos e de liquidez internacional. A segunda dimensão apresentada se refere à inserção dos países periféricos nos fluxos internacionais de capitais, ainda muito marginal quando comparado às economias avançadas.

Ambas as assimetrias citadas se reforçam e traduzem-se em uma situação muito vulnerável das divisas das economias periféricas com relação à mudanças bruscas em âmbito internacional. Assim, é importante ressaltar que a variação da taxa de câmbio de divisas periféricas é, em primeira instância, determinada por fatores exógenos aos países e, somente secundariamente, determinada pelos fundamentos do país.

Uma importante contribuição foi dada por Schulmeister (1988). Segundo ele, as compras e vendas de divisas promovidas pelos bancos seriam baseadas nas “*trading rules*”, como especificada pelo autor (1988, p. 347):

The trading rule is as follows: Buy (go long) when the short-term (faster) moving average crosses the long-term (slower) moving average from below and sell when the converse occurs. The momentum models work with the (first) difference between the current price and that k days ago: Buy (go long) when the current price exceeds the price k days ago and sell when the current price falls below the price k days ago.

Estas “*trading rules*” contribuem para dois efeitos: o efeito de manada e a realização de lucros com ativos apreciados. Estes efeitos são guiados por dois tipos de expectativas: as expectativas de curto prazo, suscetíveis a mudanças devido a notícias econômicas e políticas e as expectativas de médio prazo, influenciadas por fundamentos econômicos, como a situação do balanço de pagamentos, das taxas de crescimento do produto e dos diferenciais das taxas de juros e de inflação (Prates, 2015, p. 41). Segundo Schulmeister (1988), mudanças nos fundamentos econômicos gerariam um ciclo, pois essas mudanças influenciariam nas expectativas de alguns *dealers* que buscando lucros excepcionais, ou seja, não convencionais, iniciariam um movimento de compra de uma moeda, que teria um aumento em seu preço, atraindo assim novos *dealers*, que tiveram sua ação convencional tornada obsoleta devido ao sucesso da ação do comportamento não convencional, culminando em um efeito de manada. O movimento de apreciação da moeda teria fim quando ocorresse mudança de posição dos *dealers*, iniciando um novo ciclo em outro ativo ou moeda. Assim, o investidor bem-sucedido será aquele que consiga antecipar, não o ativo mais interessante, mas aquele que a maioria achará mais interessante.

A hipótese defendida por Prates (2015) é a mesma defendida por De Conti, Biancarelli e Rossi (2013) e por Carneiro (1999), esta é, a da divisão do Sistema Monetário Internacional em três grupos. O Dólar fiduciário é o centro, cumprindo plenamente as três funções clássicas da moeda (reserva de valor, meio de troca e denominador comum de valores), sendo assim mais líquida em relação às outras divisas; em um segundo nível, com menor importância temos as moedas centrais, denominadas também por alguns autores como “moedas conversíveis”; finalmente, as moedas periféricas, as quais não cumprem plenamente nenhuma das três funções clássicas da moedas, denominadas por vezes “moedas inconversíveis”, ou seja, menos líquidas em relação as moedas centrais e a divisa-chave da economia. Dois desdobramentos das assimetrias financeira e monetária são ressaltados por Prates (2015):

Em primeiro lugar, estes mercados são especialmente vulneráveis à volatilidade intrínseca dos fluxos de capitais, determinados, em última instância por uma dinâmica exógena. Nos momentos de reversão do ciclo, de mudanças na política monetária no centro ou de aumento da preferência pela liquidez, os ativos financeiros “emergentes”, com menor prêmio de liquidez l , são os primeiros alvos dos movimentos de “fuga para a qualidade” dos investidores globais por não desempenharem a função de reserva de valor e , e assim, não cumprirem o papel de “receptáculo” da preferência pela liquidez em âmbito mundial

Em segundo lugar, o fato de uma proporção marginal dos fluxos ser alocada nos países emergentes contribui, igualmente, para a maior volatilidade das suas taxas de câmbio (resultando em maior volatilidade do atributo a). (p. 52)

Dado que os Bancos Centrais tem poder sobre os atributos a , c e q é possível que em um cenário de “fuga para a qualidade”, eles aumentem a taxa de juros básica do país, ou aumentem o grau de abertura financeira, visando a manutenção de capitais no país. A capacidade do Banco Central é limitada de acordo com o volume de suas reservas (“colchão de segurança”) e com o grau de abertura financeira da economia.

A preferência pela liquidez, tal como a volatilidade dos fluxos de capitais nos países emergentes, depende da natureza do Dólar fiduciário, divisa-chave da economia, e da combinação de regime flutuante com o grau de abertura financeira do país. Segundo Akyüz (1993), há três graus de abertura financeira: no primeiro, residentes podem captar recursos (formar passivos) no exterior e os não residentes podem trazer recursos (formar ativos) no país; no segundo, residentes podem enviar recursos para o exterior (formar ativos) e os não residentes podem captar recursos no país (formar passivos); e no terceiro, há a conversibilidade interna da moeda, ou seja, a moeda estrangeira pode ser usada como meio de pagamento no âmbito doméstico. O Brasil avançou até o segundo grau. Desta forma, quanto maior for o grau de abertura financeira de uma economia emergente, maior será a predominância de fluxos financeiros em detrimento de fluxos comerciais, sendo maior a importância das decisões de portfólio dos investidores internacionais e menor autonomia às políticas cambial e monetária (Farhi, 2006).

O Sistema Monetário Internacional é assimétrico devido à capacidade de as moedas exercerem suas funções em âmbito internacional. Desta forma, as moedas centrais, no cenário internacional, são detentoras da “liquidez da divisa” (p. 172, De Conti, 2011), que, por sua vez, determina parcialmente as características da demanda por estas divisas, ressaltando a natureza da moeda como ativo financeiro. As moedas periféricas, que são ilíquidas, exigem um maior prêmio, que determina os altos patamares das taxas de juros para a remuneração do ativo, com relação aos países centrais. A crescente abertura financeira dos países determina que esta taxa seja cada vez mais conectada entre os diversos países. O diferencial de juros entre países com moedas centrais e países com moedas periféricas é um estímulo às operações de *carry trade*, que transmite o ciclo de liquidez para a taxa de câmbio (De Conti, Biancarelli e Rossi, 2013).

Os fluxos de capitais que buscam os países periféricos buscam altos ganhos de curto prazo devido ao fato de assumirem o risco da iliquidez. Estes fluxos são instáveis e exercem pressão sobre a taxa de câmbio. Desta forma, em um cenário de abundante liquidez internacional, os capitais internacionais tendem a se “aventurar” em economias emergentes em busca de ganhos de curto prazo, exercendo pressão de apreciação sobre a taxa de câmbio destas economias. Logo, quando há a reversão do ciclo e este cenário é substituído por um cenário de incerteza, os capitais tendem a fugir

para a qualidade, ou seja, fugirem para economias centrais com moedas fortes, exercendo pressão depreciativa sobre a taxa de câmbio do país emergente.

Uma “parada súbita” (ou *sudden stop*, na expressão de Calvo e Reinhart, 2000) dos fluxos de capitais para países emergentes ocorreu no final de 2008, logo após a deflagração da crise financeira. A pressão para a desvalorização do câmbio é iminente, dada não só a “parada súbita” como a fuga para a qualidade. A taxa de câmbio, como mostramos, torna-se muito vulnerável e suscetível a bruscas “quebras” em sua trajetória, o que leva a inúmeras instabilidades macroeconômicas em países periféricos.

Em Rossi (2015), são apresentados quatro motivos que justificam uma política cambial ativa. Estes são divididos em dois grupos, os ligados a fatores reais com impacto direto na conta financeira e os que decorrem de motivações financeiras devido a fluxos de capitais e mercados de derivativos.

O primeiro motivo, ligado a fatores reais, é o ciclo de preços de *commodities*. Devido à natureza destes bens padronizados, que tem ciclo de produto mais longo e dificuldade de trabalhar como capacidade ociosa, é mais difícil responder a variações na demanda com mudanças na quantidade ofertada, assim, o ajuste é feito via preços. Com isso, a receita de países exportadores de *commodities* tende a ser mais vulnerável do que a de países que exportam bens industriais. Dada a influência do comércio externo no mercado primário, a oferta de divisas depende do ciclo de *commodities* e há a transmissão para a taxa de câmbio. À política cambial é desejada a amenizar o impacto do ciclo de preços das *commodities* na taxa de câmbio.

O segundo motivo, também ligado a fatores reais, segundo o autor, é denominado de “doença holandesa”, expresso por uma tendência constante a apreciação cambial, que decorre da existência de um setor exportador de *commodities* e recursos primários com altas vantagens competitivas. Neste caso, a política cambial deve ser ativa para limitar a apreciação cambial, com intuito de não destruir o parque industrial doméstico e especializar o país em exploração de recursos naturais.

O terceiro motivo para uma política cambial ativa, de natureza financeira, é a necessidade de correção da ineficiência dos mercados financeiros. Estes provocam distorções temporárias na taxa de câmbio, que podem ser expressas por comportamentos de manada e assimetrias de informação.

O último motivo, também de natureza financeira, diz respeito às operações de *carry trade* que consiste em um investimento inter-moedas, onde há a formação de um passivo em uma moeda *fundind* e a formação de um ativo em uma moeda *target* (caso do Real), visando auferir o diferencial de juros entre elas. Além de gerar tendências, podem materializar um longo período de apreciação do real por ser um dos principais mecanismos de transmissão do ciclo de liquidez para a taxa de câmbio

(De Conti, Biancarelli e Rossi, 2013). No período de abundante liquidez internacional, há a apreciação de moedas *target*, com a reversão do ciclo, há uma profunda depreciação derivada da fuga para a qualidade.

1.3 Taxas de Câmbio em Países Periféricos e Centrais e Política Cambial Ativa

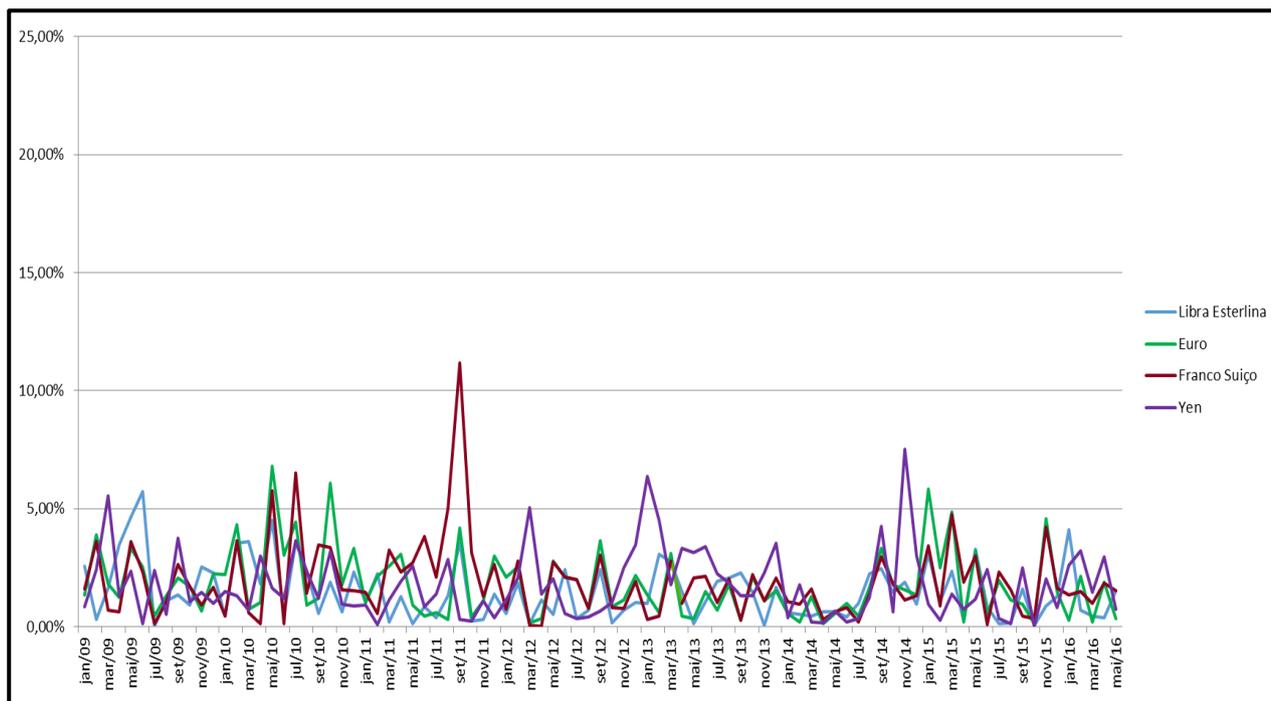
Os pontos levantados até este momento nos mostram a importância da taxa de câmbio como preço chave da economia. Esta variável, no entanto, é ainda mais importante em países periféricos, devido à volatilidade que este preço tem e a vulnerabilidade frente aos movimentos do ciclo de liquidez internacional.

Existem alguns pontos que justificam este comportamento. O primeiro é que o comércio exterior dos países periféricos é, em grande parte, denominado em moedas estrangeiras, principalmente em Dólar, seja porque a pauta destes países tem participação forte de *commodities*, cotada em Dólar no mercado internacional, seja porque suas moedas, ilíquidas, não são aceitas em âmbito internacional. É certo que países centrais também possuem *commodities* em sua pauta de exportação, porém o peso no total é comumente menor. A maior parte dos seus bens exportados está denominados em suas moedas centrais, sendo assim também para os países periféricos, que possuem grande parte da sua pauta de exportações determinada em moedas centrais e não em suas respectivas.

Desta forma, de acordo com De Conti (2011), é claro que a competitividade externa de cada país é conectada com a sua taxa de câmbio. O que acontece, porém, nos países periféricos é que esta competição ocorre por meio dos preços relativos, dado que os bens exportados são menos intensivos em tecnologia e alvo de maior concorrência internacional. Outro ponto crucial é o fato de os ativos de residentes em países periféricos serem denominados em moeda estrangeira.

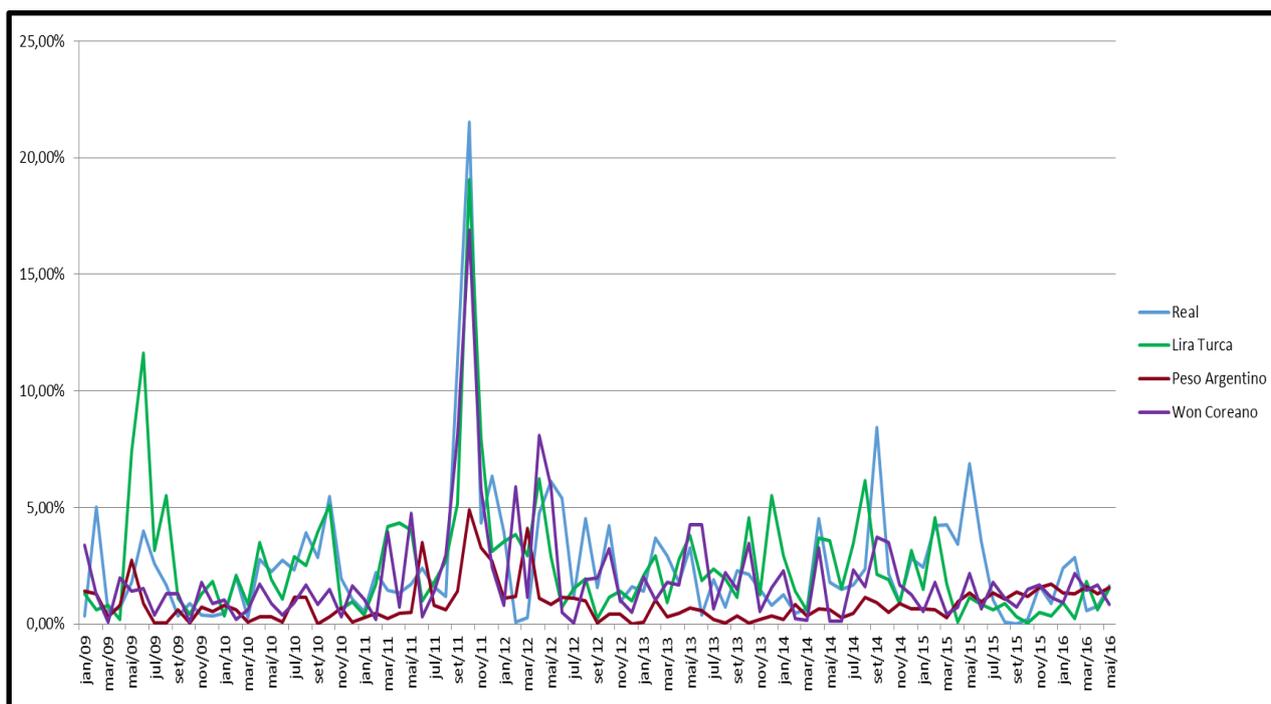
Gráfico I – Variação da Taxa de Câmbio Nominal Mensal – Moeda Nacional/US\$

Países Centrais – Janeiro de 2009 á Maio de 2016



Fonte: OANDA. Elaboração da autora.

Gráfico II – Variação da Taxa de Câmbio Nominal Mensal – Moeda Nacional/US\$ Países Periféricos – Janeiro de 2009 á Maio de 2016



Fonte: OANDA. Elaboração da autora.

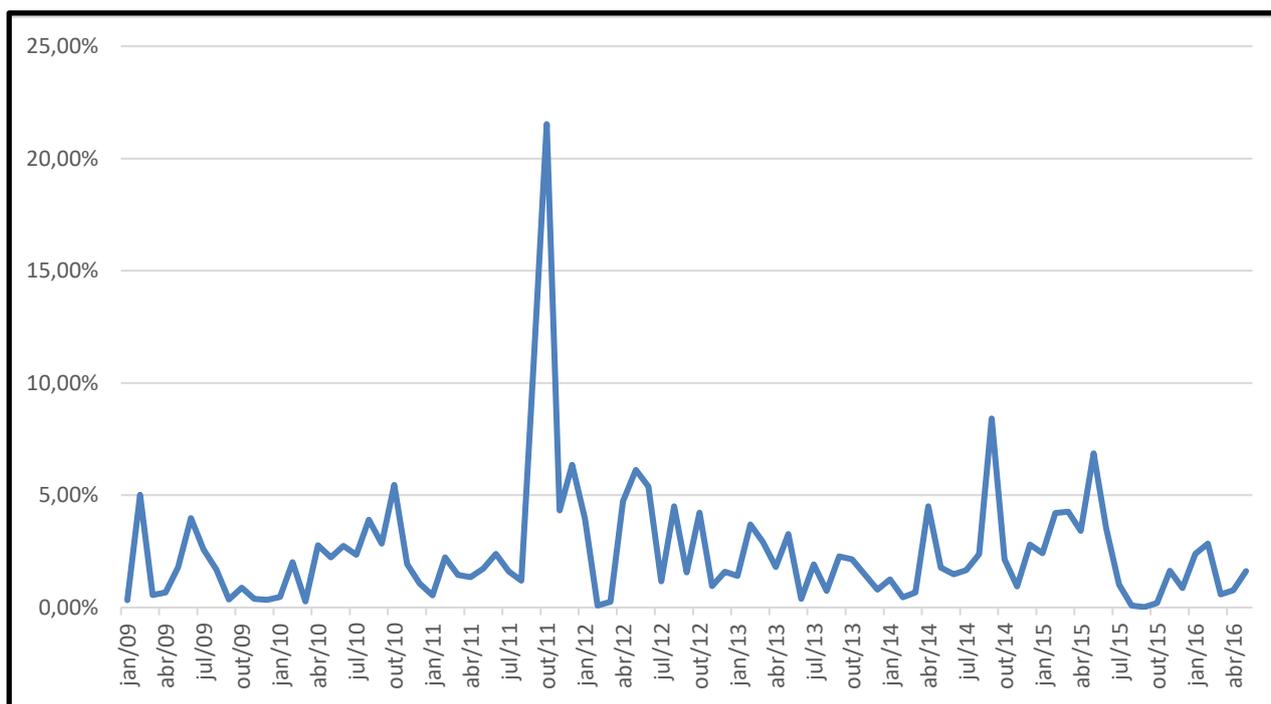
Os gráficos I e II foram construídos à partir do módulo da variação das taxas de câmbio das divisas centrais e das periféricas com o intuito de analisar a volatilidade absoluta das cotações e a escala no eixo vertical foi mantida para ressaltar a diferença. Com base nestes gráficos, podemos observar que uma grande diferença quanto às taxas de câmbio dos países centrais e dos países periféricos diz respeito à estabilidade no longo prazo. Nos países centrais (Reino Unido, Zona do Euro, Suíça e Japão), apresentados no gráfico I, com pequenas oscilações, a variação mensal das taxas de câmbio ao longo dos sete anos analisados chegou a no máximo 11,18% (Franco Suíço). Vale ressaltar que no período está compreendida a crise financeira que vem abalando o cenário macroeconômico mundial desde meados de 2008. Com relação aos países periféricos analisados no gráfico II (Brasil, Turquia, Argentina e Coréia do Sul), os números são bem distintos e as oscilações são mais instáveis. A variação mensal da taxa de câmbio nestes países, ao longo dos sete anos em análise, chegou a no máximo 21,53% (Real).

Esta análise pode ser considerada viesada por levar em conta determinado período fechado de tempo, no qual podem ter ocorrido maiores ou menores variações nas taxas de câmbio, porém um ponto importante deve ser observado: o horizonte de planejamento em países periféricos, principalmente aqueles com maior volatilidade da taxa de câmbio são mais difíceis, pois amplas variações mensais não são improváveis.

Um outro ponto crucial da análise é que, com relação as moedas centrais, é possível visualizar uma tendência conjunta de apreciação e depreciação com relação ao Dólar, porém com taxas relativamente constantes. Já no que tange as moedas periféricas, é nítido que em momentos de liquidez internacional abundante existe uma tendência a apreciação das moedas nacionais, muitas vezes limitada pela autoridade monetária. Movimento que é revertido, por exemplo, no último semestre de 2008, com a fuga dos capitais para a qualidade e “quebra” brusca no sentido da desvalorização cambial.

Gráfico III – Variação da Taxa de Câmbio Nominal Mensal - Real/US\$

Brasil – Janeiro de 2006 á Maio de 2016



Fonte: OANDA. Elaboração da autora.

Trazendo para o foco a análise do Real, podemos ver mais nitidamente a ampla volatilidade da moeda. O módulo da variação chega a 21,53%, mas não são pontos exclusivos no gráfico III, há muitos picos e altas variações.

A flexibilidade cambial como principal virtude do regime de câmbio flutuante no Brasil, vigente desde 1999, permite a absorção de choques externos que levam a impactos fortes na economia externa, como afirma Rossi (2013). Por consequência, como foi visto nos gráficos I, II, e III, devido ao amplo grau de incerteza e a alta volatilidade de variáveis financeiras e de preços de *commodities*, as taxas de câmbio das economias periféricas mostram volatilidade muito maior do que a de economias centrais. Desta forma, a taxa de câmbio determinada exclusivamente pelo mercado não é necessariamente a mais recomendada ao processo de desenvolvimento de cada país. Os países

centrais, por terem moedas líquidas, são menos propensos a estes movimentos mais instáveis, não precisando buscar ativamente a estabilidade. Uma taxa de câmbio extremamente apreciada pode destruir o parque industrial de um país em poucos anos, porém uma depreciação desta variável não, necessariamente, recuperará a competitividade industrial.

1.4 A Taxa de Câmbio como Instrumento de Desenvolvimento

Se o objetivo da autoridade monetária é manter fluxos de capitais e a dívida estáveis ao invés do desenvolvimento econômico por meio do emprego e indústria, a taxa de câmbio pode ser autorizada a flutuar de acordo com os movimentos do mercado. O desenvolvimento não é um resultado automático deste processo definido pela interação entre os mercados, mas é uma opção definida e planejada pelo Estado.

Segundo Rossi (2012), é impossível negar a importância do comércio para o desenvolvimento de uma nação como canal de introdução de novas tecnologias, aumento dos ganhos de produtividade e, assim, promover transformações na estrutura produtiva de um país. Porém, o livre comércio não é benéfico para os países, principalmente àqueles que estão em processo de desenvolvimento, pois mesmo que o mercado seja uma excelente instituição de coordenação econômica, o desenvolvimento não pode ficar totalmente dependente de suas ações (Bresser-Pereira, 2012). List (1983), pioneiro em seu tempo, já criticava a teoria smithiana de que as manufaturas surgiam em um processo natural e enfatizava o poder de uma política nacional para alterar este curso “natural” em função de uma direção com objetivos definidos. Assim, segundo o autor, o livre comércio somente protege os países desenvolvidos em detrimento dos menos desenvolvidos, dando aos primeiros os maiores ganhos advindos das trocas. Assim, é necessário que, no caminho ao desenvolvimento industrial, haja o protecionismo.

Desta forma, conforme Rossi (2012):

“Não é, portanto, o livre-comércio que garante o desenvolvimento econômico. Pelo contrário, as barreiras comerciais, direcionadas à setores estratégicos em determinadas fases do desenvolvimento econômico, são fundamentais para uma inserção mais soberana de um país no sistema econômico internacional e para uma estrutura produtiva capaz de assimilar e difundir o progresso técnico gerando ganhos de produtividade e de bem estar para a população.” (p.12)

O protecionismo pode estar presente na instituição de tarifas à importações e subsídios às exportações, mas também pela utilização da taxa de câmbio em favor dos produtos domésticos,

principalmente quando há pressão para a especialização da economia em produtos primários, dado que estes produtos possuem tendência à deterioração dos termos de troca e baixa elasticidade-renda da demanda, em comparação aos bens manufaturados. Uma desvalorização cambial da moeda nacional em relação à externa leva à um barateamento dos produtos nacionais no mercado externo, o que tende a aumentar às exportações, o que se assemelha a instituição de um subsídio sob os produtos exportados, que também teriam o seu preço barateado no mercado externo.

Com isto, como afirma Rossi (2012), a política cambial também tem o poder de alterar a estrutura de preços relativos entre os bens e serviços produzidos internamente. Com uma desvalorização da moeda nacional, os preços dos produtos comercializáveis ficam mais caros do que os não comercializáveis, favorecendo a produção do primeiro. Os produtos comercializáveis comumente estão ligados à indústria nacional, assim com uma taxa de câmbio depreciada é possível priorizar tal setor da economia. Nas palavras do autor (2012):

“A opção por uma taxa de câmbio mais depreciada prioriza o investimento como motor do crescimento e favorece a expansão do setor industrial, enquanto a opção por uma taxa de câmbio mais apreciada coloca o consumo doméstico como variável extremamente dinâmica e incentiva o emprego em setores ligados à serviços.” (p.7)

Na mesma linha, Bresser-Pereira salienta a importância da taxa de câmbio competitiva (2012):

“Uma taxa de câmbio competitiva é fundamental para o desenvolvimento econômico porque coloca todo o mercado externo à disposição das empresas nacionais realmente competentes do ponto de vista administrativo e tecnológico. Dado o progresso técnico em curso (a variável básica do crescimento do lado da oferta), o desenvolvimento econômico é função da taxa de investimento. Ora, uma taxa de câmbio competitiva estimula os investimentos orientados para a exportação e aumenta correspondentemente a poupança interna.”. (p.11)

Vale salientar, neste ponto, que a taxa de câmbio não funciona “... como uma espécie de interruptor de luz que ‘liga’ ou ‘desliga’ as empresas tecnológicas e administrativamente competentes à demanda mundial” (Bresser-Pereira, p. 10, 2012), uma economia que passa por um longo período de apreciação de sua moeda e deterioração de seu parque produtivo não o construirá e o tornará competitivo apenas com a desvalorização cambial. É necessário que haja uma coordenação do Estado para direcionar investimentos para a modernização do setor produtivo. Desta forma, é claro que mesmo que haja uma desvalorização cambial, com o intuito de tornar as importações menos atrativas, caso não haja investimentos no setor produtivo interno a fim de substituir o abastecimento de tais produtos com produtos do mercado interno, o único resultado que esta desvalorização provocará será o aumento da inflação e queda do poder de compra, principalmente do trabalhador. Assim, como

afirma Rossi (2012), as especificidades da indústria de um país condicionam o efeito do ajuste cambial.

Desta forma, segundo Rossi (2016), é necessário pensar acerca de uma taxa de câmbio competitiva e adequada ao desenvolvimento econômico e uma participação mais ativa do Estado com vistas a reduzir as distorções financeiras da moeda, interferindo no mercado de câmbio e nos fluxos financeiros.

1.5 Considerações Finais

Com base na construção teórica desenvolvida com base em alguns autores, é possível concluir que o debate entre as escolas ortodoxa e heterodoxa é rico e nos fornece insumos para definir a abordagem que será utilizada. Mesmo que o autor Milton Friedman apresente pontos importantes à discussão da flutuação do câmbio, sua análise é presa às economias centrais e, dados os avanços posteriores com relação à hierarquia do sistema monetário internacional, não é plausível para economias periféricas, como o Brasil.

Como visto na seção 1.3, a volatilidade e vulnerabilidade das moedas periféricas são maiores quando comparadas às moedas centrais. Com isto, com base nas especificidades do mercado de câmbio brasileiro, que será detalhado no próximo capítulo, e com a importância que a variável taxa de câmbio possui sobre a estrutura econômica de uma nação, existem alguns motivos que tornam necessária a atividade da autoridade monetária para controlar as variações da moeda.

Estes motivos podem ser derivados de fatores reais e financeiros. Os da primeira natureza são relacionados à estrutura produtiva do país, exportador de bens primários no caso do Brasil, e os do segundo tipo se relacionam ao grau de abertura da economia e com o ciclo de liquidez internacional e apetite por risco.

Com isto, prossegue-se com a análise do mercado de câmbio para completar os subsídios para entender a política cambial no Brasil.

2. O Mercado de Câmbio no Brasil

Apresentação

O mercado de câmbio no Brasil possui institucionalidade singular dentre a maioria dos mercados mundiais e esta define uma de suas principais características: a maior liquidez e profundidade do mercado futuro e de opções com relação ao mercado à vista (primário e interbancário). Desta característica deriva a expressão cunhada por Garcia e Ventura (2012): “o rabo que abana o cachorro”, mostrando a relação de causalidade entre o mercado futuro e o mercado à vista, no que se refere à formação da taxa de câmbio.

Esta característica é causada, como afirmam Prates e Farhi (2014), principalmente devido à duas regulações. A primeira consiste na possibilidade de formação ilimitada de posição por investidores não residentes no mercado de derivativos *onshore* e a segunda é o fato de o público em geral não poder assumir contas em moedas estrangeiras no país, limitando o número de agentes que podem atuar no mercado à vista àqueles autorizados pela autoridade monetária a possuírem carteira de câmbio.

De acordo com a comparação, realizada por Prates (2015), com Colômbia, México e Chile, países latino-americanos detentores de divisas periféricas no sistema monetário internacional, o mercado de câmbio no Brasil é o que possui maior peso e influência do mercado de câmbio futuro. O mercado de câmbio que mais possui semelhanças com o do Brasil, neste sentido, é o mexicano, no qual há grande influência do mercado futuro em âmbito *onshore*.

Este capítulo está dividido em cinco seções e visa apresentar com detalhes as características do mercado de câmbio no Brasil, conforme segmentação elaborada por Rossi (2016) e suas implicações na formação da taxa de câmbio e vulnerabilidade do mercado frente às oscilações no ciclo de liquidez internacional.

A primeira seção traz, de maneira geral, os principais condicionantes da institucionalidade do mercado de câmbio no Brasil e as modificações mais recentes pelas quais passou.

A segunda seção traz a caracterização do mercado primário, com o seu funcionamento e agentes participantes.

A terceira seção se debruça sobre o mercado interbancário, detalhando sua estrutura e dinâmica de atuação.

A quarta seção apresenta o funcionamento do segmento mais líquido do mercado de câmbio, o de derivativos, mostrando sua importância na determinação da taxa de câmbio.

A quinta seção, refere-se ao mercado *offshore* que, mesmo fora das divisas geográficas, tem importância fundamental na formação da taxa de câmbio.

A sexta seção traz um descritivo dos instrumentos utilizados para intervenção no mercado de câmbio em cada um dos segmentos.

Por fim, são apresentadas conclusões finais sobre o capítulo visando consolidar os pontos mais importantes levantados neste.

2.1 A Institucionalidade do Mercado de Câmbio

Em qualquer país, o processo de formação da taxa de câmbio dependerá da institucionalidade à qual o mercado de câmbio está submetido. Esta institucionalidade, derivada das regras e leis às quais as ações dos *dealers* do mercado estão submetidas, também rege o modelo e o espectro de atuação da autoridade monetária no que se refere as possibilidades da política cambial.

A institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro passou por mudanças importantes desde a década de 1980, refletindo o processo de desregulamentação e liberalização promovido pela globalização financeira. Conforme afirma Prates (2015), o processo de desregulação do mercado de câmbio abriu espaço para a ampliação da conversibilidade da conta corrente e da conta financeira do balanço de pagamentos, assim como a flexibilização das regulações acerca das aberturas comercial e financeira e permitiu a re inserção da economia brasileira no mercado financeiro internacional.

A flexibilização do mercado de câmbio por meio da criação do seguimento flutuante, atuando ao lado do segmento livre (determinado pelo Banco Central do Brasil), que aumentou de maneira excetuada a liberdade dos movimentos de capitais por meio da maior permissão à participação à agentes que antes não tinham acesso ao mercado e, também, das transações legais.

Nas palavras de Prates (2015):

No que se refere a abertura financeira, um conjunto de medidas adotadas em 1990, 1991 e 1993 viabilizou a ampliação dos movimentos de capitais entre o país e o exterior cursados pelo segmento livre, ao reduzir as barreiras até então existentes aos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro doméstico e tornar possível o acesso dos residentes às novas modalidades de financiamento externo. (p.65)

A finalização deste processo, depois da instituição do câmbio flutuante em 1999, ocorreu nos primeiros anos do novo milênio e o resultado deste foi uma nova institucionalidade do mercado de câmbio com maior abertura e flexibilização das relações dos residentes do país com os do exterior e aumento da conversibilidade externa da moeda, mesmo que a interna permanecesse limitada. De acordo com a definição de abertura utilizada por Akyüz (1993) e dado que há a proibição de abertura de contas em moeda estrangeira para a maioria dos agentes residentes, o país caminhou até o segundo grau de abertura financeira, não sendo permitidas transações em âmbito doméstico com moeda estrangeira, conforme afirma Rossi (2016).

As regras e regulamentações que definem a institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro são apresentadas no Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI) até 02/02/2014 e posteriormente pela Circular 3.691, de 16/12/2013¹.

Na atual institucionalidade há a limitação do número de agentes com direito legal de manter moeda estrangeira no mercado bancário doméstico, ou seja, o grau de conversibilidade da moeda (neste sentido) é reduzido. Este traço afeta os mercados de câmbio à vista e de derivativos cambiais. Além disso, para os agentes com esta autorização, a movimentação não é ilimitada, mas restrita a um número de operações. Assim, segundo Prates, as transações operadas em moeda estrangeira dentro do território nacional são extremamente limitadas. Os únicos agentes que podem manter estas posições são os bancos com carteira em moeda estrangeira e, assim, conforme afirma Rossi (2016), a maioria das operações realizadas no mercado de câmbio são transacionadas, em divisas externas, a partir de transferências entre contas no exterior.

Desta forma, é claro que a conversibilidade interna da moeda ainda é muito baixa, pois a maioria dos residentes não podem possuir conta em moeda estrangeira. Com isto, dada a não exigência pela autoridade monetária de formalização de contratos no mercado futuro de câmbio no Brasil e a não aplicação da legislação cambial, segundo Rossi (2016), este mercado atrai um número maior de agentes do que o mercado à vista.

O segundo ponto crucial na definição da institucionalidade do mercado de câmbio no Brasil é o caráter *non-deliverable* do mercado de derivativos, ou seja, ganhos e perdas neste mercado são liquidados em divisa nacional e não em dólares, como em grande parte dos outros países. Com isto, não existem limites para a assunção de posição de agentes bancários e não bancários, residentes e não residentes no mercado de derivativos, de acordo com Prates (2015).

¹ Disponível em <https://www.bcb.gov.br/Rex/LegCE/Port/circulares.asp?idpai=RMCCI>

2.2 O Mercado Primário

O mercado primário “restringe o seu funcionamento a um problema de oferta e demanda por divisas pelos agentes primários, residentes e não residentes que selam contratos de câmbio de compra e venda de Dólar e em seu conjunto definem o conceito de fluxo cambial contratado” (Rossi, 2015, p.9). Segundo Rossi (2016), no mercado primário deve haver mediação dos bancos, ou seja, os agentes não podem negociar diretamente entre si. Considerando isoladamente este mercado, a formação da taxa de câmbio depende apenas do fluxo cambial líquido que resulta das relações comerciais e financeiras dos agentes primários, chamadas de operações prontas, que devem ser liquidadas em até dois dias úteis (Prates, 2015).

Segundo Prates (2015) e Rossi (2016), há a divisão do segmento primário em duas partes. A primeira são as transações de natureza comercial e a segunda relacionadas à fluxos financeiros.

As relações de liquidação das transações de câmbio envolvem traços específicos, como afirma Prates (2015, p. 74-75), devido ao traço marcante institucional do mercado de câmbio brasileiro.

O primeiro aspecto é a existência de instituições autorizadas pelo BCB a intermediar transações entre os agentes primários (setor privado não financeiro, setor financeiro não autorizado, investidores estrangeiro e setor público). As instituições autorizadas a operar são detalhadas na Circular 3.691, de 16/12/2013, sucedendo o RMCCI desde sua revogação em 03/02/2014. Desta forma, de acordo com esta Circular:

Art. 33. As autorizações para a prática de operações no mercado de câmbio podem ser concedidas pelo Banco Central do Brasil a bancos múltiplos, bancos comerciais, caixas econômicas, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, bancos de câmbio, agências de fomento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários e sociedades corretoras de câmbio.

O segundo é, como estabelecido no Capítulo 1, Título III da Circular 3.691, a necessidade de formalização de contratos de câmbio e inscrição das informações identificando as partes nas pontas da operação, natureza e taxa de câmbio utilizada no Sistema Integrado de Registro de Operações de Câmbio (Sisbacen). Desta forma, um efeito positivo para o mercado de câmbio, causado por sua própria institucionalidade, é o conhecimento de todas as informações relevantes sobre o mercado de câmbio pelo BCB.

O terceiro aspecto, levando em conta a inexistência de contas em moedas estrangeiras para a maioria dos residentes do país, é a forma de liquidação das transações de câmbio. São liquidadas, na ponta estrangeira, com variações de ativos e passivos dos residentes no exterior e não de um fluxo efetivo de divisas.

O quarto, e último aspecto, de acordo com a descrição de Prates (2015), se refere às posições cambiais dos bancos. Devido à limitada conversibilidade interna da moeda, os bancos, para manterem posições cambiais, devem contratar operações de linha, que são linhas de financiamento em Dólar no mercado interbancário internacional, comumente contratadas por bancos nacionais com suas matrizes ou filiais de outros países. É importante salientar a importância dos bancos no mercado, pois atuam como fonte de absorção do excesso e fornecimento da demanda por moeda.

Dada a importância das operações realizadas pelos bancos para o funcionamento do mercado, a participação destes agentes é melhor detalhada na próxima seção.

2.3 O Mercado Interbancário

O mercado interbancário surgiu em meados da década de 1990, sofrendo importantes mutações à medida em que a liberalização do mercado de câmbio se concretizava. De acordo com Garcia e Urban (2004), este mercado tendeu a caminhar à frente da regulação, levando a introdução de produtos mais sofisticados com o intuito de viabilizar a atividade financeira, como as operações de linha.

Segundo Ventura e Garcia (2012), o mercado interbancário brasileiro é “*Descentralized Multiple-Dealer Market*”, ou seja, um mercado constituído por vários participantes atuando em locais distintos, porém prestando contas à autoridade monetária, o Banco Central do Brasil. As operações, neste mercado, podem ser efetuadas diretamente entre os participantes ou por meio de um intermediário, as corretoras, que possuem mini-pregões em suas dependências para viabilizar as operações.

O mercado interbancário, ou secundário, pode ser definido como “o lócus da negociação do estoque de divisas entre as instituições que podem carregar posição de câmbio” (Rossi, 2012, p.103). Conforme dito, no mercado de câmbio deve haver intermediação dos bancos pois os agentes primários não têm o poder legal de negociar entre si. Assim, segundo Rossi (2016), para atender a demanda gerada pelas operações de câmbio no mercado à vista, os bancos acumulam posições. A posição do banco pode ser “comprada”, quando suas operações de compras em moeda estrangeira são maiores

do que as vendas e “vendida” quando ocorre o inverso. Isto só é possível devido à existência das operações de linha. Estas são as únicas operações entre residentes e não residentes que não pressupõe contrato de câmbio pois, segundo Prates (2015), as operações não envolvem conversões reais dos fluxos entre dólares e reais, mas uma variação dos ativos e passivos dos bancos no exterior, e desta forma não constam no fluxo cambial.

No mercado interbancário, três motivações regem as transações dos agentes: *hedge*, arbitragem e especulação. As operações de *hedge* são realizadas com o intuito de mitigar os riscos relacionados às operações efetuadas. Segundo Garcia e Urban (2004), é mais comum que estas operações sejam realizadas no mercado de derivativos (futuro), porém também ocorrem no mercado interbancário.

As operações de arbitragem são realizadas pelos bancos no intuito de auferir ganhos com a diferença entre as taxas de câmbio, realizando lucros com a diferença entre as taxas de câmbio vigentes no mercado interbancário e à vista (Prates, 2015). Esta operação consiste na efetivação de uma operação no mercado primário (compra ou venda de divisas) e realização de transação oposta no mercado interbancário.

As operações de especulação consistem em apostas unilaterais no movimento futuro da taxa de câmbio, visando auferir ganhos com o comportamento desta variável com exposição voluntária ao risco relacionado à operação.

De acordo com Rossi (2012), as operações de linha realizadas pelos bancos impactam sua posição cambial quando há a conversão em reais, ou seja, quando são vendidos ou comprados no mercado primário, formalizados por meio dos contratos de câmbio. Assim, segundo o autor, um ponto importante derivado desta análise é que a taxa de câmbio pode não ser impactada somente pelo fluxo cambial, mas também pela troca de posição entre os bancos por meio de variação em seus ativos e passivos, com a negociação do estoque de moeda.

As intervenções do Banco Central do Brasil ocorrem exclusivamente, no mercado à vista, no mercado interbancário, que assume uma das pontas nas operações realizadas. Estas, conforme afirma Prates (2015) não tem impacto nos fluxos do mercado primário. As intervenções do Banco Central, que ocorrem exclusivamente no mercado interbancário, são mais um componente que influencia a cotação da taxa de câmbio. A equação apresentada por Rossi (2012) e Prates (2015) que explicita esta relação é: $FC_t = IBC_t + \Delta PB_t + A_{jt}$, onde FC_t é o fluxo cambial contratado no período t , IBC_t são as intervenções do BC no mercado à vista no período, ΔPB_t é a variação da posição comprada em dólares dos bancos no período t e A_{jt} é uma variável de ajustes no período t .

2.4 O Mercado de Derivativos

A definição adotada por Rossi (2015) para os derivativos é de que consistem em um “contrato bilateral que estipula pagamentos futuros cujo valor está vinculado ao valor de outro ativo, índice ou taxa ou, para alguns casos, depende da ocorrência de um evento” (p.5), pois os preços dos mercados à vista e a prazo podem determinar-se mutuamente ou, como ocorre no caso do mercado de câmbio brasileiro, o mercado futuro pode determinar os preços do mercado à vista.

Segundo Farhi (1999), o mercado de derivativos consiste em um jogo de “soma zero”:

Prejuízos elevados podem, subitamente, resultar num patrimônio líquido negativo. Na medida em que os mercados de derivativos financeiros são de soma zero, oscilações acentuadas das cotações representam sempre lucros elevados para uns e prejuízos no mesmo montante consolidado para outros. (p.12)

Os derivativos cambiais se referem a compromissos de compra e venda de moeda estrangeira assumidos no presente com data para liquidação e preços pré-estabelecidos entre os agentes, que dependem da taxa de câmbio à vista. Entra como característica fundamental do mercado de câmbio brasileiro, pois dentre os três segmentos do mercado de câmbio (primário, interbancário e de derivativos) é o mais profundo e líquido. Por conta desta diferença de liquidez, a taxa de câmbio se forma primeiro no mercado de câmbio futuro, sendo transmitida para o mercado à vista por meio da arbitragem.

Esta característica é resultante da institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro, dado que a formação de posições no mercado de câmbio à vista é restrita a uma pequena gama de instituições autorizadas pela autoridade monetária, enquanto que no mercado de derivativos qualquer agente residente e não residente pode formar posições em Dólar futuro, desde que devidamente cadastrado no Sisbacen.

São três importantes particularidades do mercado de derivativos de câmbio brasileiro, segundo Prates (2015) e Rossi (2016). A primeira é que ao contrário de outros países, os contratos efetuados no mercado de balcão devem ser registrados em instituições autorizadas como a Cetip e a BM&F, pois sem este registro estas operações não tem validade legal.

A segunda é que a liquidação das operações no mercado de derivativos não envolve entrega física de moeda estrangeira, mas em reais de acordo com a taxa de câmbio R\$/US\$ apurada pelo BCB. Assim, o caráter dos derivativos de câmbio é *non-deliverable*, derivado da assimetria regulatória entre os segmentos à vista e à prazo (Prates, 2015). Devido a este fato, as operações no mercado de derivativos não estão sujeitas à aplicação da legislação vigente, assim não há restrição

sobre os agentes participativos das operações e nem com relação aos valores das posições assumidas com exceção dos bancos, sujeitos aos Acordos de Basileia.

A terceira especificidade, derivada da segunda, é o tamanho do mercado à prazo com relação ao *spot*, o que atrai muitos investidores de moedas emergentes, devido à profundidade e liquidez deste que possui.

As três motivações, que regem as operações, do mercado de derivativos são as mesmas presentes no mercado interbancário. A operação de *hedge* tem como finalidade a proteção acerca dos riscos de operação no mercado à vista. Segundo Rossi (2016), esta operação tem caráter compensatório, pois cobre ganhos ou compensa perdas no mercado à vista derivadas de variação cambial. É crucial para o funcionamento do mercado, pois os bancos efetuam operações de diferencial, ou casado, na qual assumem uma posição (comprada ou vendida) no mercado à vista e a posição contrária no mercado de derivativos. Segundo Garcia e Urban (2004), o ajuste de posição dos bancos passou a ser efetuada de maneira mais acentuada no mercado futuro devido à maior liquidez que este oferece. Desta forma, o mercado de derivativos é o “lócus, por excelência, das operações de *hedge* cambial” (Prates, 2015, p.81).

As operações de arbitragem assumem papel fundamental neste mercado, dado que são as responsáveis pela transmissão dos preços entre os mercados à prazo e à vista. A motivação que rege esta operação, conforme afirma Rossi (2016), é a de auferir ganhos do diferencial dos preços entre os mercados *spot* e futuro. Nesta operação, o ganho é conhecido pelo agente e não há riscos para a operação.

Ao contrário da operação de arbitragem, na qual não há riscos para a operação, pois o risco é conhecido *ex-ante* (Rossi, 2016), as operações de especulação no mercado de derivativos não possuem contrapartida no mercado à vista, assim estão expostas ao risco de variação cambial. Os derivativos, assim, são instrumentos de alta alavancagem especulativa (Prates, 2015), dado que os contratos de câmbio ensejam apenas uma pequena porcentagem do valor da transação como margem de garantia.

Este mercado, sem dúvidas, tem importância crucial para a determinação da taxa de câmbio, dado que é seu *lócus* de formação. Segundo Garcia e Urban (2004), os mercados futuros tendem a ser mais líquidos do que os mercados à vista devido à menor necessidade de desembolso para efetuar as transações, o que fornece maior alavancagem aos agentes, conforme dito acima. Além disso, os *spreads* de compra e venda neste mercado são de magnitude inferior neste mercado, o que constitui

uma outra medida de liquidez. No caso brasileiro, a institucionalidade que cerceia o mercado corrobora com esta característica e justifica sua maior liquidez.

2.5 O Mercado *Offshore*

O mercado de câmbio brasileiro *onshore* é determinado de maneira geográfica, assim os residentes que operam em território nacional estão sujeitos à jurisdição *onshore*, mesmo que operem em outros países (Prates, 2015). Desta forma, o mercado *offshore* é formado pelos agentes que operam fora desta jurisdição. Assim, diferentemente do mercado *onshore*, no qual há contratos de câmbio e um conhecimento amplo das informações acerca das operações realizadas, no mercado *offshore* não há a formalização via contratos das operações e é difícil obter informações precisas sobre este.

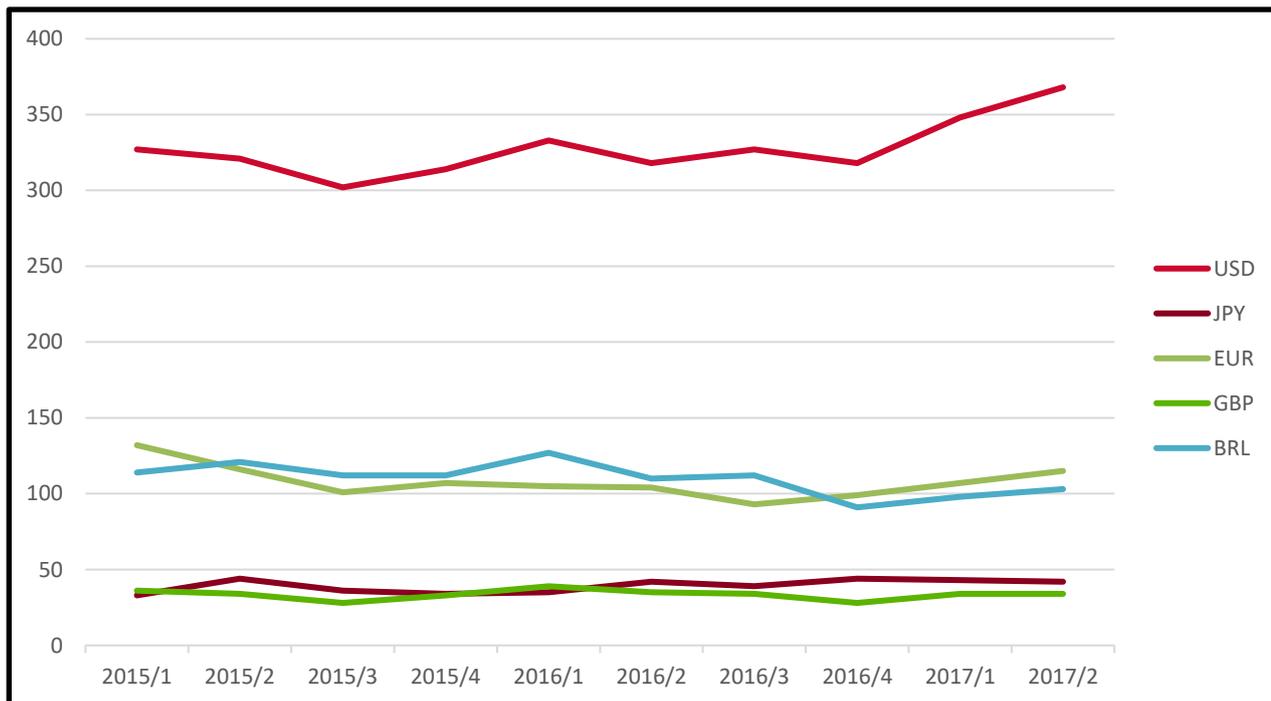
Devido ao traço institucional do mercado de câmbio com relação a conversibilidade interna da moeda, as transações realizadas no exterior são liquidadas em moeda estrangeira e não há clearing fora do Brasil que opere influência direta na determinação do preço do real (Rossi, 2014, p. 656). Porém, apesar da formação da taxa de câmbio à vista, no Brasil, ser um fenômeno exclusivamente *onshore* (Rossi, 2015, p. 86), isso não exclui a influência do mercado *offshore* na formação da taxa de câmbio futura. Os investidores *offshore* possuem livre acesso à este mercado viabilizando as operações de arbitragem entre este mercado (operações *NDFs*) e o *onshore* (BM&F) de derivativos cambiais, assim são criados “vasos comunicantes” com a transferência de pressões externas para o mercado interno por meio de operações “espelhos”. (Prates, 2006).

Uma discussão extremamente importante pontuada por Prates (2006) e Farhi (2004) é colocada em relação ao impacto causado pelo mercado *offshore* de moedas emergentes na determinação do preço de suas moedas e da eficácia ou não do controle de fluxos de capitais para limitar os efeitos dos movimentos dos ciclos de liquidez sobre as moedas. Mas segundo as autoras, existem dois pontos cruciais que devem ser utilizados nesta discussão. O primeiro afirma que, quando existem controles mais fortes nos fluxos de capitais, há maior eficácia no bloqueio de operações de arbitragem que transmitam as pressões formadas no mercado *offshore* para o mercado *onshore*. O segundo ponto é relacionado ao tipo de regime cambial adotado pelo país, pois naqueles com regimes de câmbio fixo ou administrado, os prazos das operações *offshore* são mais longos, mesmo sem restrição de fluxos. Já nos países com câmbio flutuante, as operações tendem a refletir operações realizadas nos mercados à vista, tornando os mercados muito próximos e potencializando o impacto das transações *offshore* na determinação da taxa de câmbio.

Desta forma, podemos verificar a importância do mercado *offshore* na dinâmica da taxa de câmbio e, também, é relevante salientar a importância das operações dos derivativos em real negociados na bolsa, como pode-se ver no gráfico IV:

GRÁFICO IV – Derivativos de Câmbio Negociados em Bolsa – Futuro e Opções

Valores Nacionais em US\$ (Bilhões) – 1ºTri de 2015 ao 2º Tri de 2017



Fonte: BIS. Elaboração da autora.

Como é possível observar, o Real reveza com o Euro como segunda moeda mais negociada no mercado de derivativos de câmbio negociados em bolsa. A moeda mais negociada, como é esperado, é o Dólar americano, atingindo no segundo trimestre de 2017 o valor nominal de 368 bilhões negociados frente à 115 bilhões do Euro, 103 bilhões do Real, 42 bilhões do Yen e 34 bilhões da Libra Esterlina.

2.6 Instrumentos de Política Cambial

Considerando de forma isolada o mercado primário de câmbio, a formação da taxa de câmbio depende de um fluxo de divisas derivado dos contratos de câmbio entre agentes comerciais e financeiros. Neste mercado, a política cambial pode ser feita por meio da administração das divisas que possui na forma de reservas internacionais. Se a autoridade monetária, após um fluxo cambial,

deseja a apreciação do real, basta que o Banco Central venda dólares neste mercado ou, caso contrário, se o desejo é pela depreciação da moeda doméstica, o Banco Central pode comprar divisas para neutralizar (ou minimizar os efeitos) este fluxo. Este instrumento, via manejo das reservas, gera custos fiscais à economia brasileira, que podem ser baixos ou muito elevados, dependendo do intuito da política cambial (em que patamar deseja manter o câmbio) e das pressões presentes no mercado. Além disso, é possível uma política de regulação de entrada e saída de fluxos, que não é oneroso, e quando há a incidência de impostos, como por exemplo o IOF, reflete em receitas ao Estado. Porém, visto de maneira geral, estas políticas são pouco eficazes se implementadas de maneira isolada, dado que não afeta o “circuito especulação-arbitragem” (p.13, Rossi, 2013), que pode se manter mesmo com intervenções sistemáticas do Banco Central no mercado à vista.

Devido à esta institucionalidade e posição da moeda brasileira no sistema monetário internacional, os instrumentos de política cambial são condicionados pelas características do mercado de câmbio brasileiro. Desta forma, não podem ser concentrados no mercado à vista, por meio de disposição ou absorção de dólares no mercado utilizando as reservas internacionais, pois se assim o for feita, pode não ser efetiva. Portanto, os instrumentos devem ser pensados de maneira integrada.

Com relação ao mercado interbancário, o instrumento mais importante para o controle da variação da posição dos bancos é a regulação dos empréstimos via linha interbancária recebidos dos bancos *offshore* e aplicação de IOF sobre o montante. Atuando no mercado interbancário de dólares, as intervenções do Banco Central via compra e venda de divisas tem impacto importante também no cupom cambial². Como afirma Rossi (2015), por meio de um leilão de compra de dólares, ocorre uma depreciação da taxa de câmbio à vista que se aproxima da taxa de câmbio futura, aumentando o cupom cambial. Assim, o Banco Central, retirando liquidez do mercado primário, no curto prazo, aumenta o prêmio para a reposição desta liquidez pelo mercado. Com isto, os bancos, via operações de linha, captam divisas e vendem ao Banco Central, ou seja, há uma espécie de incentivo ao influxo de dólares. Para neutralizar esta posição (não aumentar o cupom cambial), o Banco Central precisa comprar o equivalente ao fluxo cambial. Uma forma de contornar este dilema é por meio da utilização de swaps reversos, que equivalem a compra de Dólar futuro, que por meio da pressão pela depreciação da taxa de câmbio futuro, inibe a arbitragem dos bancos e poupa o cupom cambial de apreciação.

No mercado de derivativos, os swaps cambiais consistem em compras ou vendas de moedas no mercado futuro e atuam diretamente onde é formada a taxa de câmbio e na origem da especulação. Este instrumento é, sem dúvida, o mais utilizado pois o Banco Central atua na ponta contrária ao

² Utilizando a premissa da Paridade Descoberta de Juros, o cupom cambial é definido como a “diferença entre a taxa de juros interna e a expectativa de depreciação da taxa de câmbio do país”, ou seja, pode ser interpretada como uma remuneração dos dólares *onshore* (Rossi, 2014).

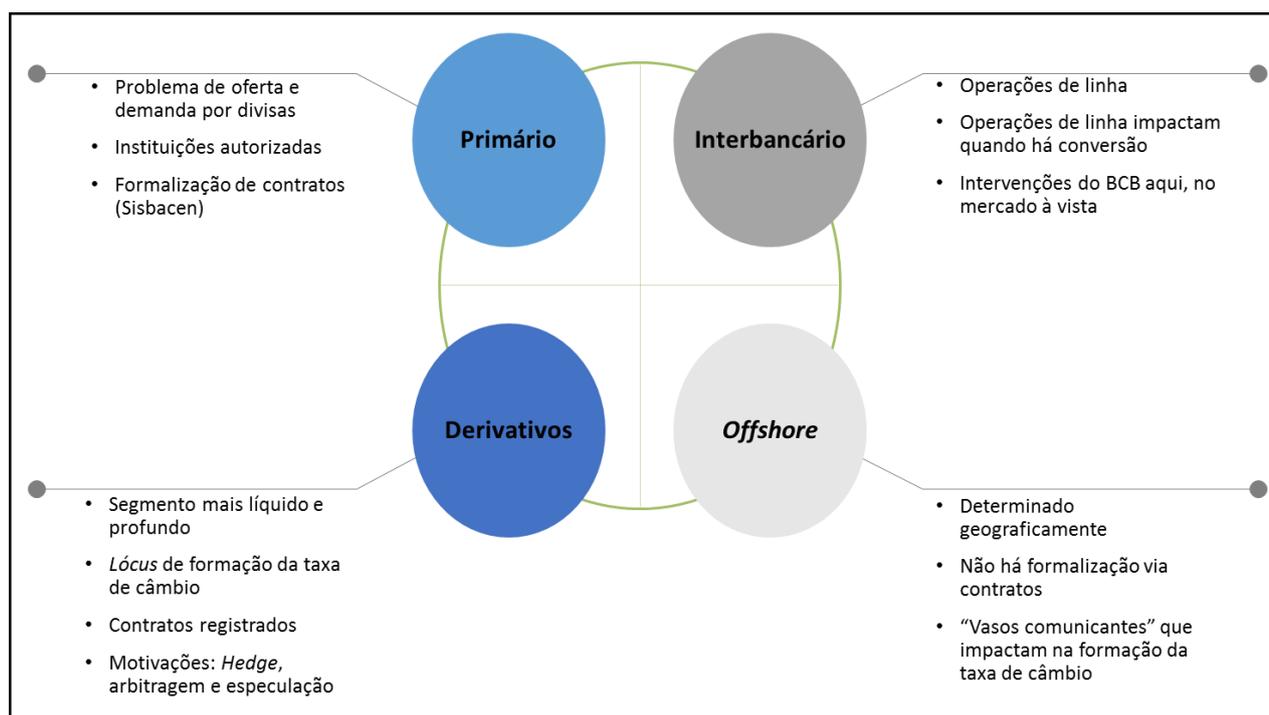
especulador, tirando o arbitrador da negociação, evitando a variação na posição dos bancos. Porém, os leilões de swaps promovidos pela autoridade monetária podem nem sempre ter o efeito desejado quando as posições especulativas são muito fortes. Além disso, também é possível impor regulação das apostas com derivativos cambiais, instituindo algum imposto que possa gerar receita ao Estado.

2.7 Considerações Finais

Neste capítulo foram abordadas as principais características do mercado de câmbio no Brasil, de forma institucional, e foi feito um detalhamento mais profundo do funcionamento e caracterização dos segmentos deste mercado.

Como resultado da institucionalidade, um dos principais pontos que devem ser sublinhados neste capítulo é a especificidade do mercado, sendo o segmento futuro muito mais líquido do que o à vista e “*locus*” de formação da taxa de câmbio. Esta é transmitida ao mercado à vista por meio das operações de arbitragem e é alvo de pressões especulativas dos agentes.

Figura I – Principais Características dos Segmentos do Mercado de Câmbio no Brasil



Fonte: Elaboração da autora

Uma esquematização do mercado das principais características do mercado de câmbio no Brasil é apresentada por meio da Figura I.

Com base nisto, são apresentados os instrumentos de política cambial que podem ser utilizados em cada um dos mercados, com os *swaps* como destaque, devido à sua atuação no mercado futuro e sua ampla utilização pela autoridade monetária.

A partir deste entendimento sobre o mercado cambial no Brasil, é possível prosseguir para um estudo mais detalhado e analítico da política cambial no Brasil, no próximo capítulo, e comprovar a tese de que existiram três fases de política cambial entre os períodos de 2009 à 2016.

3. A Análise da Política Cambial no Brasil

Apresentação

Nas últimas décadas, diversos instrumentos institucionais foram criados e aperfeiçoados visando controlar os movimentos das taxas de câmbio. É perceptível uma maior preocupação das autoridades monetárias dos países periféricos com relação às flutuações excessivas do preço da moeda. Este “medo de flutuar” (“*fear of floating*”, expressão Calvo e Reinhart, 2000) faz com que estas autoridades monetárias, ao contrário do que aconselha a teoria ortodoxa, adotem políticas e instrumentos que visam a administração da taxa de câmbio ou de intervenções em seus movimentos.

Esta tarefa, porém, não é de fácil elaboração pela autoridade monetária brasileira dada a institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro, que se mostra amplamente vulnerável a especulação financeira devido ao grau de abertura financeira e a liquidez do mercado de derivativos cambiais com relação ao mercado à vista.

Conforme visto no capítulo 2, no mercado de câmbio brasileiro, a maior liquidez está no mercado de derivativos e com isso, é importante observar de perto este mercado, pois o padrão de formação em Dólar futuro que coloca os bancos em uma ponta da transação e os estrangeiros e investidores institucionais em outra ponta tem relação direta com o movimento da taxa de câmbio, seja na hipótese de formação de uma tendência (apreciação ou depreciação), ou em sua manutenção, por meio do comportamento de manada. Segundo Rossi (2016), o “circuito especulação-arbitragem” inicia-se com uma pressão altista ou baixista no preço da moeda no mercado futuro e é repassada ao mercado à vista por meio da arbitragem realizada pelos bancos, por meio das operações de linha interbancária internacional.

Este capítulo será dividido em cinco seções, para melhor compreensão e análise das distintas fases de política cambial, com o intuito de comprovar a hipótese que é o objetivo deste projeto.

A primeira seção traz a delimitação das fases de política cambial, apresentando os critérios utilizados para sua definição, como quais foram os instrumentos empregados em cada fase e como o foram feitos.

A segunda seção traz, de maneira detalhada, a análise da política cambial empregada no período de 2009 a 2016, com segmentações das fases compreendidas neste período.

A última seção, traz as considerações finais do capítulo, visando pontuar as principais análises deste capítulo.

3.1 Fases de Política Cambial no Brasil- 2009 a 2016

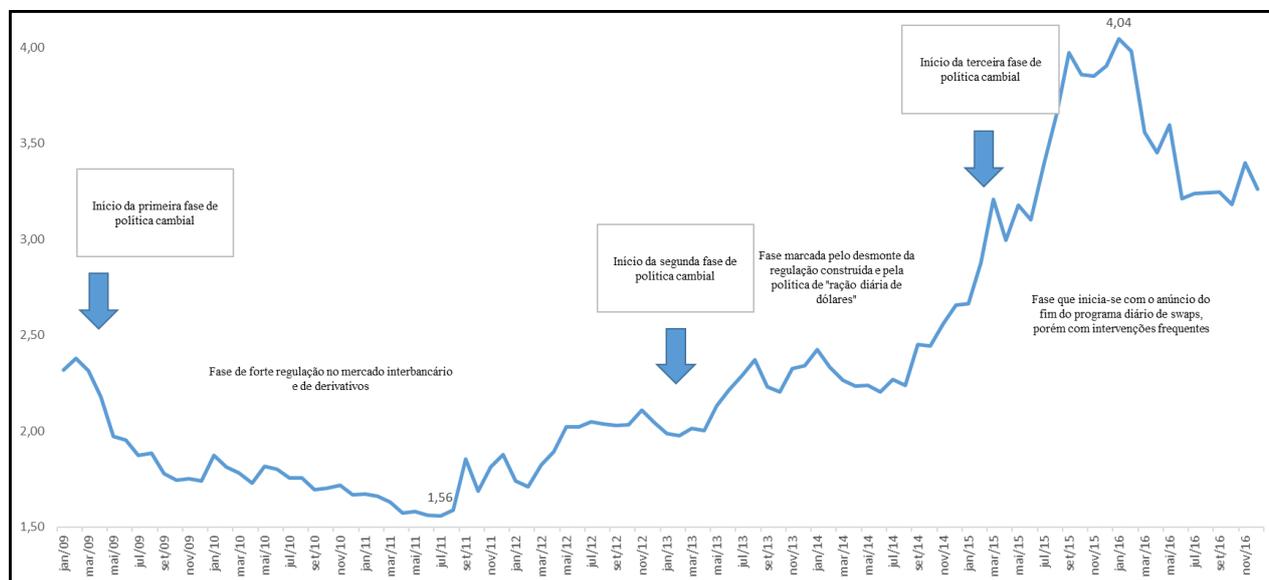
A hipótese que guiou este trabalho é a de que, no período estudado, três diferentes fases marcaram a atuação da política cambial no Brasil. Para esta definição, foram levados em consideração alguns fatores: 1) formas de intervenção do banco central, ou seja, se foram efetuados intervenções, controles de capital ou medidas regulatórias; 2) tendência da taxa de câmbio, isto é, se foram implementadas no sentido de conter uma apreciação ou depreciação do real e 3) A sistemática do uso dos mecanismos.

Em linhas gerais, a primeira fase ocorreu durante os anos de 2009 e 2013 e é marcada pela implementação de uma série de medidas regulatórias e controles de capitais no mercado interbancário e de derivativos, visando atenuar a tendência a apreciação cambial e uma política de *swaps* que era utilizada em alguns momentos de maior atenção, mas não de forma sistemática.

A segunda fase, iniciada com a reversão da tendência do circuito especulação-arbitragem ocorrida nos anos anteriores, é caracterizada pelo desmonte, aos poucos, do aparato regulatório, construído para frear a apreciação do Dólar e é marcada pela política de “ração diária de dólares”, a qual consiste no uso dos *swaps* cambiais de maneira sistemática pelo Banco Central, de forma *Market friendly*.

A terceira fase tem início com o anúncio do fim do programa diário de *swaps* cambiais pelo segundo governo Dilma Rousseff, adotando uma política mais neoliberal, no sentido de permitir maior flutuação da moeda.

**Gráfico V – Taxa de Câmbio R\$/US\$ e Fases de Política Cambial –
Jan/2009 a Dez/2016**



Fonte: BCB. Elaboração da autora.

3.2 Visão Analítica da Política Cambial no Brasil – 2009 a 2016

Durante o período em análise, o Banco Central atua, inicialmente, com instrumentos de política cambial mais simples, só depois passando a meios de intervenção mais complexos e mais efetivos sobre os mercados primário, interbancário e de derivativos.

3.2.1 Primeira Fase – 2009 a Dez/2012

De 2005 a 2010, a política cambial baseou-se amplamente em intervenções no mercado primário de câmbio, pelo manejo das reservas internacionais, o que não impediu a tendência da moeda a apreciação. No mercado de derivativos, as intervenções ocorreram por meio da utilização de *swaps* reversos (até 2009) e tradicionais, como afirma Rossi (2016).

Porém, junto a estes instrumentos, em 2010 inicia-se um esforço de atuação sobre as medidas regulatórias e controles de capitais do mercado de câmbio com o intuito de otimizar as ações de política cambial da autoridade monetária.

Em 04/10/2010, como medida de controle de capitais, o então ministro da Fazenda Guido Mantega anuncia alta do IOF de 2% para 4% na renda fixa³, com o intuito de desestimular os investimentos de curto prazo e de caráter parasitário que eram atraídos pela alta taxa de juros na época (10,75% a.a.) e auxiliar a desaceleração da tendência agressiva de valorização do real que ocorria. No mesmo mês, no dia 18, um novo aumento da taxa de IOF foi informado⁴ pela autoridade monetária, que passou a ser 6%. Além disso, esta medida também foi instituída no mercado futuro com o aumento do IOF sob a margem de garantia em operações de 0,38% para, também, 6%.

Na entrada do governo de Dilma Rousseff o cenário internacional era de ampla liquidez internacional e de altos níveis de fluxos financeiros de capital e derivativos nos países emergentes, o que levava a uma tendência de forte valorização destas moedas (Melo e Rossi, 2017), principalmente o Real, uma das principais moedas *target*. Com isto, a autoridade monetária passou a atuar de maneira forte no mercado de câmbio com vistas a alinhar esta variável aos seus objetivos de política macroeconômica.

Em 06/01/2011, como medida regulatória, o Banco Central do Brasil passou a onerar o excesso de posições vendidas pelos bancos visando conter as captações via operações de linha⁵, isentas de IOF. Os bancos passaram a ter compulsório de 60% sobre o que exceder 3 bilhões. Por um lado, segundo Rossi (2015), esta oneração do excesso de posições vendidas é eficiente ao aumentar o custo de captação dos bancos, que aumenta o cupom cambial, onerando também a especulação no mercado futuro de divisas. Por outro lado, reduzir o limite o qual acima as posições serão oneradas pode ser muito eficiente para a política cambial no curto prazo.

Uma nova tentativa da autoridade monetária em frear a valorização do Real frente ao Dólar ocorreu com a retomada das intervenções via *swaps* reversos no mercado futuro, no dia 14/01/2011. Esta operação consiste na posição comprada no mercado futuro pela autoridade monetária, que paga um rendimento em juros ao mercado e recebe a variação do câmbio no período contratado e não ocorria desde 2009⁶. Porém, dado que esta medida surte efeito apenas no curto prazo, era esperado que as autoridades apresentassem novas soluções para limitar a força do circuito especulação-arbitragem no sentido da valorização do real.

³ Fonte: <http://g1.globo.com/economia-e-negocios/noticia/2010/10/mantega-anuncia-alta-do-iof-da-renda-fixa.html>

⁴ Fonte: <http://g1.globo.com/economia-e-negocios/noticia/2010/10/mantega-anuncia-nova-alta-do-iof-para-estrangeiros-na-renda-fixa.html>

⁵ Fonte: <http://g1.globo.com/economia/noticia/2011/01/bc-solta-medida-para-baixar-posicao-vendida-dos-bancos-no-cambio.html>

⁶ Fonte: <http://g1.globo.com/mundo/noticia/2011/01/cambio-dolar-sobe-quase-1-apos-swap-reverso-3.html>

Esta medida não demorou a vir, no dia 25/01/2011 o Banco Central informou que iniciaria os leilões para comprar dólares em operações a termo no mercado de câmbio⁷, na qual a autoridade monetária se compromete a entregar moeda em uma data pré-definida no leilão. Aliado ao retorno dos *swaps* reversos e as intervenções nos mercados à vista e à prazo, o governo passa a ter um maior leque de opções para atuar no mercado de câmbio.

Outras duas medidas no controle de capitais foram instituídas em março e abril de 2011 utilizando o IOF. Houve aumento do IOF de 5,38%, para operações até 90 dias, e 0%, para operações superiores à 90 dias, para 6% para empréstimos externos com prazo de até 360 dias⁸ e posteriormente para 720 dias⁹. Com estas medidas, o governo buscava, além da arrecadação, frear a entrada de recursos no Brasil e oferta de dólares.

Em 08/07/2011 o Banco Central volta a atuar no mercado interbancário. Com a instituição da Circular 3.548, a autoridade monetária reduziu o valor da posição vendida dos bancos, de 3 bilhões para 1 bilhão de Dólares, acima da qual o compulsório é de 60%¹⁰.

Em 26 de julho de 2011, por meio da Medida Provisória 539¹¹, o governo atacou o segmento futuro e decidiu regular diretamente o mercado de derivativos por meio da autorização para fixar limites, prazos e outras condições sobre os contratos de câmbio futuro. Também foi incluído um imposto de 1% sobre o valor nominal das operações que resultassem em aumento da exposição líquida vendida dos agentes, visando frear o comportamento especulativo que aprofundava a tendência a apreciação do real frente ao Dólar. De acordo com Rossi (2016), esta medida atua no núcleo da especulação com a venda de contratos de Dólar futuro.

Em 01/03/2012 duas medidas de controle de capitais com manejo do IOF foram anunciadas, mostrando a preocupação do governo com a valorização do Real frente ao Dólar. A primeira, por meio do Decreto 7.683, foi a elevação do IOF para 6% para empréstimos externos com prazo de até 3 anos¹², antes 2 anos. Este prazo é estendido em 12/03/2012 para 5 anos e reduzido para 2 anos em junho do mesmo ano. A segunda, por meio da Circular 3.580, impôs prazo de até 360 dias para que

⁷ Fonte: <https://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/notas/13012>

⁸ Fonte: <http://g1.globo.com/economia/noticia/2011/03/governo-sobe-para-6-iof-sobre-emprestimos-no-exterior.html>

⁹ Fonte: <http://g1.globo.com/economia/noticia/2011/04/governo-sobe-prazo-de-iof-maior-para-emprestimos-no-exterior-para-2-anos.html>

¹⁰ Disponível em

https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/49364/Circ_3548_v4_P.pdf

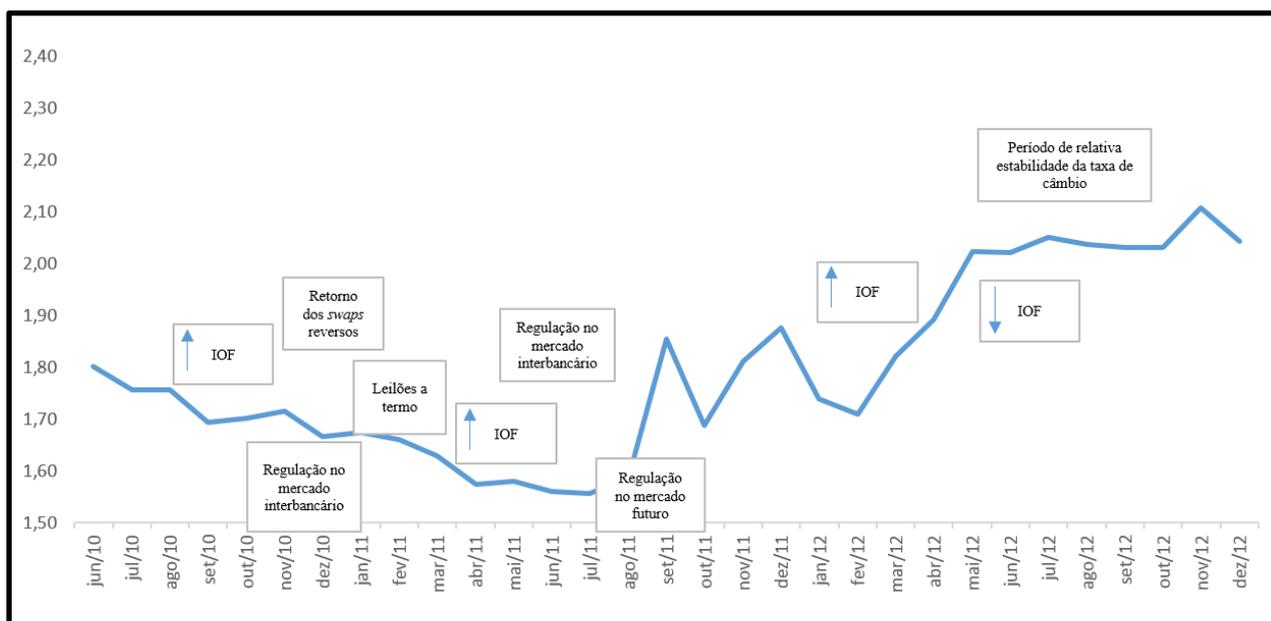
¹¹ Disponível em www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Mpv/539.htm

¹² Fonte: <http://www.valor.com.br/financas/2550144/governo-eleva-para-6-iof-sobre-emprestimo-externo-de-ate-3-anos>

as operações de pagamento antecipado de exportações não sejam taxadas. As que ultrapassem este período sofrerão oneração via IOF de 6%. Ambas medidas tem o intuito de limitar a entrada e a circulação de dólares em território nacional, visando evitar o crescimento da oferta desta moeda.

GRÁFICO VI – Taxa de Câmbio R\$/US\$ – Medidas de Política Cambial

2º Semestre/2010 a 2º Semestre/2012 – Primeira Fase

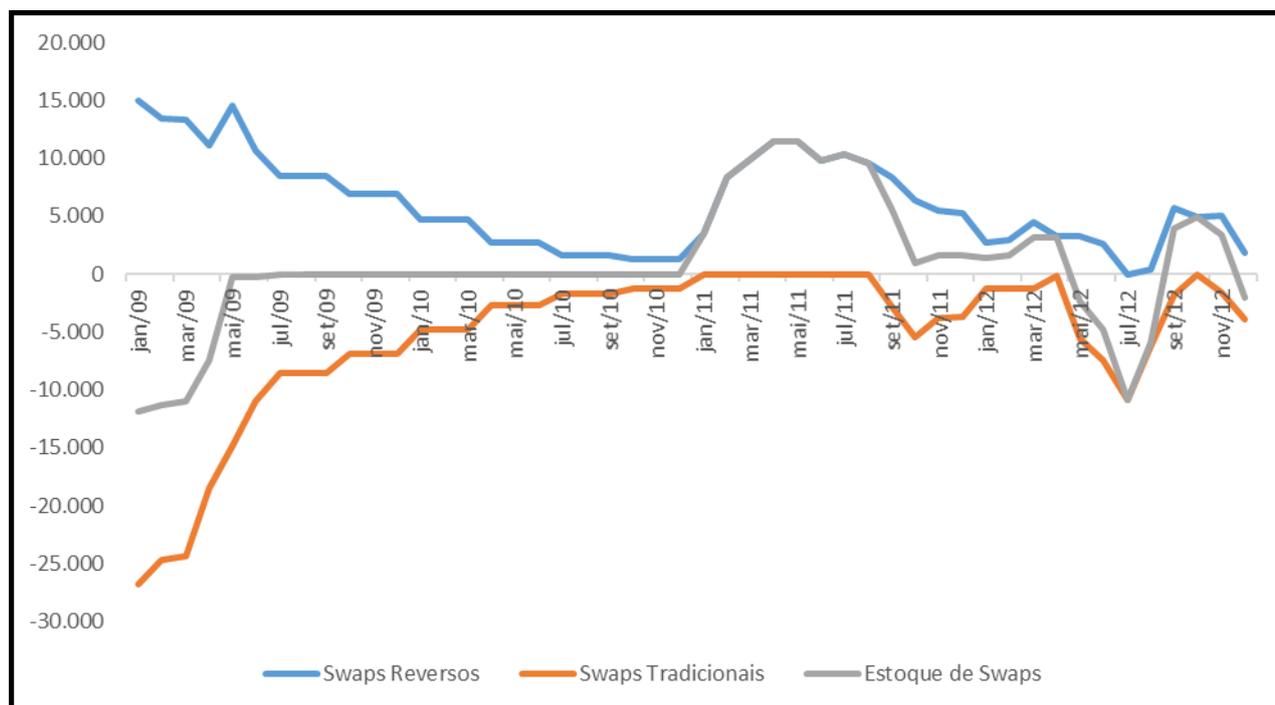


Fonte: BCB. Elaboração da autora.

O gráfico VI traz uma esquematização das principais medidas da autoridade monetária nesta primeira fase de política cambial e apresenta o comportamento da taxa de câmbio neste período. Como afirma Rossi (2015), estas ações permitiram ao governo um acompanhamento melhor do mercado com uma maior capacidade de avaliar e prever os riscos do sistema. Além disso, foi possível frear a tendência acentuada do mercado a formação de ciclos de apreciação do real e manter a taxa de câmbio com pouca volatilidade no segundo semestre de 2012. As medidas regulatórias nos mercados interbancário e futuro aliadas aos *swaps* tradicionais e *swaps* reversos permitiram um controle maior e permitiram ao Real deixar “de estar correlacionado com outras moedas, com o índice de *commodities* e com outras variáveis financeiras” (Rossi, 2016, p.154). É de extrema importância notar que os *swaps* foram utilizados nesta fase de maneira pontual, quando a autoridade monetária julgava necessária, e não como principal instrumento de política cambial.

GRÁFICO VII – Estoque de *Swaps*

2009 a 2012 – Primeira Fase



Fonte: BCB. Elaboração da autora.

De acordo com o gráfico VII, pode-se verificar que, com o aparato regulatório montado neste período, houve redução sensível da utilização de *swaps* para conter a volatilidade da taxa de câmbio.

3.2.2 Segunda Fase – dez/2012 a mar/2015

Com a reversão do ciclo de liquidez internacional e incertezas que rodeavam a economia americana, há uma reversão no circuito especulação-arbitragem que estava em processo, a tendência no sentido da depreciação da moeda brasileira tornou-se forte e a eficiência da regulação montada anteriormente deixou a desejar e, aos poucos, foi sendo desmontada.

O início do desmonte da regulação frente à tendência a depreciação do real ocorre ainda em dezembro de 2012 com o aumento do limite para recolhimento compulsório, antes de 1 bilhão para 3 bilhões de dólares, facilitando a posição vendida de câmbio para as instituições financeiras¹³. Esta medida visava a injeção de dólares no mercado e limitar a depreciação da moeda brasileira.

¹³ Fonte: <https://economia.uol.com.br/ultimas-noticias/reuters/2012/12/18/bc-muda-compulsorio-para-facilitar-posicao-vendida-em-cambio.jhtm>

No dia 31/01/2013, o Ministério da Fazenda optou por retirar a alíquota de IOF, antes 6%, para aplicações estrangeiras em fundos imobiliários¹⁴. Esta ação foi vista pelo mercado como uma forma de atração de dólares para o mercado interno, assim como a retirada do IOF para aplicações de renda fixa (antes 6%) em 05/06/2013¹⁵. É importante pontuar que ambas ações resultam em uma perda de receita para o governo.

Com o anúncio em junho de 2013 da desaceleração da política de *quantitative easing* vigente nos EUA pelo presidente do FED, Ben Bernanke¹⁶, por meio da redução das compras de títulos públicos, o cenário internacional torna-se ainda mais vulnerável para os países periféricos e devido as incertezas geradas pela ação do FED, a pressão dos agentes pela depreciação da moeda brasileira se acentua.

Com vistas à aliviar a pressão de alta do preço do Dólar, o governo atua no mercado futuro e zera, no dia 13/06/2013, o IOF sobre derivativos por meio do Decreto 8.027¹⁷. Com isto, o governo desejava aumentar a oferta de dólares no mercado. Este é um marco importante, pois desregula o mercado futuro de derivativos que é o cerne da especulação no mercado de câmbio. Não há a instituição de uma nova regulação e desta forma, não há empecilho para a formação de contratos.

O desmonte da regulação montada na primeira fase continua em 2013, agora no mercado interbancário, com a retirada da oneração sobre a posição dos bancos ocorrida em 25/06/2013 com a Circular 3.659 que revogou a Circular 3.548. Assim, a exigibilidade do recolhimento compulsório sobre posição vendida do câmbio para instituições financeiras independentes foi apurada com alíquota 0% sobre a base de cálculo¹⁸.

Com estas ações, como afirmam Melo e Rossi (2017), pode-se concluir que houve a opção da autoridade monetária por retirar o aparato regulatório e de controle de fluxos montado na fase anterior, sem a tentativa de montagem de um conjunto de medidas que funcionasse de maneira análoga àquela.

Em 22 de agosto de 2013 foi apresentada uma política de *swaps* tradicionais diários, intervenções basicamente no mercado de derivativos, para tentar conter a pressão de depreciação que

¹⁴ Fonte: <http://g1.globo.com/economia/mercados/noticia/2013/01/medida-do-iof-nao-tem-impacto-relevante-no-dolar-diz-fazenda.html>

¹⁵ Fonte: <https://economia.uol.com.br/cotacoes/noticias/redacao/2013/06/05/dolar-tem-forte-baixa-apos-governo-mudar-iof-bovespa-cai.htm>

¹⁶ <http://g1.globo.com/economia/noticia/2013/07/fed-ficou-dividido-em-junho-bernanke-ve-que-politica-expansionista-continua-1.html>

¹⁷ Fonte: <http://g1.globo.com/economia/noticia/2013/06/governo-publica-decreto-que-zera-iof-sobre-derivativos.html>

¹⁸ Disponível em

https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/48921/Circ_3659_v2_L.pdf

sofria o real. Até então, o governo intervinha no mercado de câmbio de maneira esporádica, porém com esta medida as intervenções passam a ser diárias, ou seja, de maneira sistemática. Desde o ápice da crise financeira internacional, em outubro de 2008, o BCB não operava com um programa tão expressivo de intervenção. Esta iniciou-se com oferta diária de US\$ 500 milhões de segunda à quinta-feira e com leilão de US\$ 1 bilhão em linhas compromissadas na sexta-feira.

Esta política conhecida como “ração diária de dólares” substitui uma intervenção anterior que, somada à regulação dos mercados, era apenas pontual, de acordo com a necessidade que apresentava o mercado. Segundo Melo e Rossi (2017), esta medida preserva as reservas internacionais, pois os contratos de *swaps* são liquidados em moeda doméstica, porém gera um custo fiscal alto para a autoridade monetária, que não só passou a incorrer este custo como deixar de auferir renda com a extinção do aparato regulatório. No pré-crise econômica de 2008, há uma política de acumulação de reservas, que é substituída por uma ampla regulação e uma política de *swaps* muito mais intensa. Os *swaps* reversos operados até 2012, visando o controle da forte tendência a apreciação do real, trouxeram amplos ganhos de reservas para a autoridade monetária. Porém, com a reversão da tendência anterior e com o desmonte da regulação implementada, a “ração diária” tornou a política cambial discricionária muito mais custosa do que anteriormente.

Em dezembro de 2013, o Banco Central afirmou que manteria o programa de intervenções no mercado de câmbio via *swaps* cambiais com alguns ajustes, dado que a volatilidade da moeda estava mais controlada. A oferta diária passaria de US\$ 500 milhões para cerca de US\$ 200 milhões ao dia de leilões e linhas compromissadas, que poderia variar de acordo com a demanda¹⁹.

No dia 04/06/2014, com o intuito de estimular a entrada de dólares no país visando frear a desvalorização do real, o governo retira o IOF das operações de empréstimos tomados por empresas e bancos no exterior com prazo acima de seis meses. Esta medida complementa as medidas tomadas em 2013 para o desmonte da regulação montada em 2012²⁰.

Durante todo o ano de 2014 a “ração de dólares” continuou com a venda de contratos de dólares no mercado futuro. Em junho de 2014, o Banco central anunciou que os leilões de *swaps* cambiais continuariam em US\$ 200 milhões ao dia, o que equivale a 4000 contratos e os leilões de

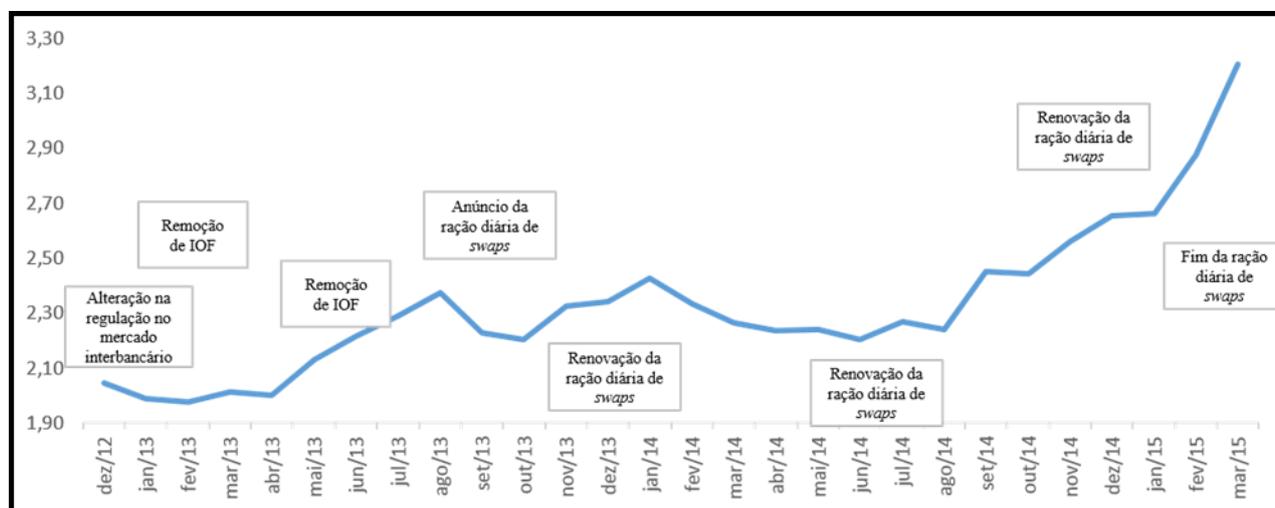
¹⁹ Fonte: <https://economia.uol.com.br/cotacoes/noticias/redacao/2013/12/19/bc-estende-programa-de-intervencoes-no-cambio-mas-anuncia-alteracoes.htm>

²⁰ <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2014/06/04/governo-zera-iof-para-emprestimos-estrangeiros-com-prazo-acima-de-180-dias.htm>

venda de dólares com compromisso de recompra ocorreriam de acordo com a demanda do mercado e a oscilação da cotação R\$/US\$²¹.

Em dezembro de 2014, o Banco Central novamente renova o programa de intervenções via *swaps* cambiais, porém com um corte na oferta de US\$ 200 milhões para US\$ 100 milhões, passando a ofertar 2000 contratos. A autoridade informou que, caso julgasse necessário, poderia fazer interferências pontuais no mercado via vendas adicionais ou vendas com compromisso de recompra.

Gráfico VIII – Taxa de Câmbio R\$/US\$ – Medidas de Política Cambial Dez/2012 a Mar/2015 – Segunda Fase



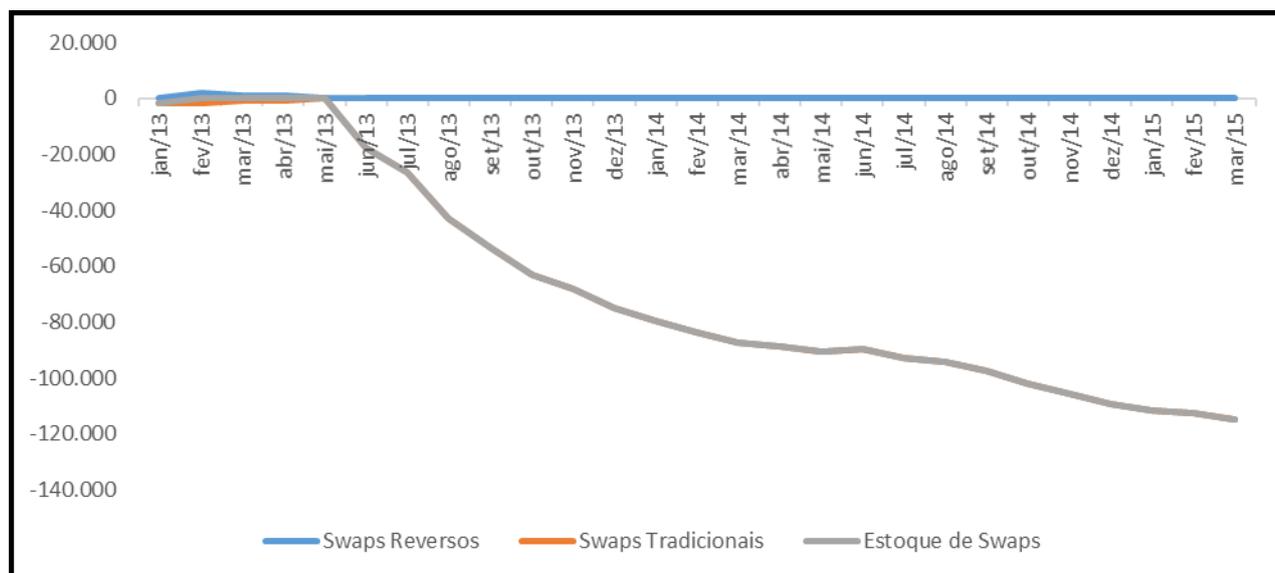
Fonte: BCB. Elaboração da autora.

O gráfico VIII traz a esquematização da política cambial realizada na segunda fase aqui definida. Além do desmanche do aparato regulatório construído na primeira fase, este período também é marcado pela política de leilões diários de *swaps*, que foram renovados durante todo o período, até o anúncio de seu fim, que define o início da última fase, descrita abaixo.

²¹ Fonte: <https://economia.uol.com.br/cotacoes/noticias/redacao/2014/06/24/bc-estende-intervencao-no-cambio-pelo-menos-ate-31-de-dezembro.htm>

GRÁFICO IX – Estoque de Swaps

Dez/2012 a Mar/2015 – Segunda Fase



Fonte: BCB. Elaboração da autora.

Com isto, houve perda de receitas geradas por meio desta regulação para o governo. Além disso, como é possível analisar no gráfico IX, o custo com *swaps* via leilões diários aumentou de maneira profunda, o que gera um custo maior aos cofres públicos.

3.2.3 Terceira Fase – Mar/2015 a 2016

A primeira medida de destaque da equipe econômica do segundo governo Dilma Rousseff foi o anúncio do fim do programa de swaps cambiais, iniciando a terceira fase de política cambial aqui descrita²². Este esquema durou até março de 2015, quando Banco Central anunciou que não renovaria as ofertas diárias de swaps cambiais. Desde o fim das eleições com vitória da candidata Dilma Rousseff, a pressão para a depreciação do real era grande. Esta ação da autoridade monetária significou maior pressão depreciativa.

Apesar da não renovação do programa, o governo continuou realizando leilões de rolagem de contratos de *swaps*²³. A rolagem dos contratos ocorre de acordo com os vencimentos destes e foi realizada durante todo o ano de 2015. Desta forma, as intervenções deixaram de ser sistemáticas e passaram a ser pontuais, de acordo com a demanda de mercado. Cabe salientar que estas intervenções não ocorreram da mesma maneira da Primeira Fase, pois não há regulações e controles de capitais

²² Fonte: <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,banco-central-decide-acabar-com-racao-diaria-de-dolares,1657199>

²³ <https://economia.uol.com.br/cotacoes/noticias/redacao/2015/04/01/dolar-cai-058-a-r-3173-no-1-dia-apos-fim-da-intervencao-do-bc.htm>

como instrumentos nesta fase e, com isto, mesmo com intervenções não sistemáticas, a utilização de *swaps* ocorreu de forma muito mais intensa do que no primeiro período.

Neste ano, foram gastos R\$ 89,7 bilhões ou 1,5% do PIB, com a política de intervenção do Banco Central no intuito de frear a escalada do Dólar²⁴, mesmo o ganho líquido a partir da valorização das reservas tenha sido maior (R\$ 259 bilhões). Este foi o maior gasto com política cambial da história do Brasil.

Aqui, é crucial notar a importância que esta política de caráter *market friendly* contribuiu para a deterioração do saldo nominal do setor público em 2015, por meio do aumento das despesas fiscais, e para impulsionar a crise econômica que ainda vivemos nos dias atuais.

A equipe econômica do Banco Central deixou claro que o intuito era permitir uma desvalorização do real para mantê-lo em níveis competitivos e com cuidados de não destruir, a já fragilíssima, indústria brasileira. Porém, as apostas contra a moeda brasileira foram tomando grandes proporções e forçando uma atuação no segundo semestre de 2015.

Em setembro de 2015, com a escala do real frente ao Dólar o Banco Central informou que voltaria a realizar os leilões de linha com compromisso de recompra, buscando injetar dólares na economia. Este marco é importante e mostra a preocupação da autoridade monetária com a escalada da taxa de câmbio que ocorre no segundo semestre de 2015, dado que desde o fim da “ração diária de *swaps*” no fim de março o Banco Central não assumia novos contratos, somente rolava os contratos já existentes²⁵.

A crise política iniciada em 2015, com a reeleição da presidente Dilma Rousseff tomou proporções catastróficas em 2016. A câmara dos deputados aprovou o processo de abertura do *impeachment* da presidente no dia 17 de abril e tomou posse o vice-presidente da república, Michel Temer. Com suas propostas de cunho ortodoxo expressas por “Uma Ponte para o Futuro”, Temer agradou o mercado financeiro, reduzindo a intensidade do circuito especulação-arbitragem no sentido da depreciação.

Durante todo o ano de 2016, o Banco Central atuou revezando entre leilões de *swaps* tradicionais e *swaps* reversos. Apesar do discurso de liberalização do câmbio de Illan Goldfajn, presidente do BCB, e crítica à flutuação suja, ambas as operações foram comuns durante todo o ano, muitas vezes para mostrar que a autoridade monetária estava “observando” o comportamento da taxa

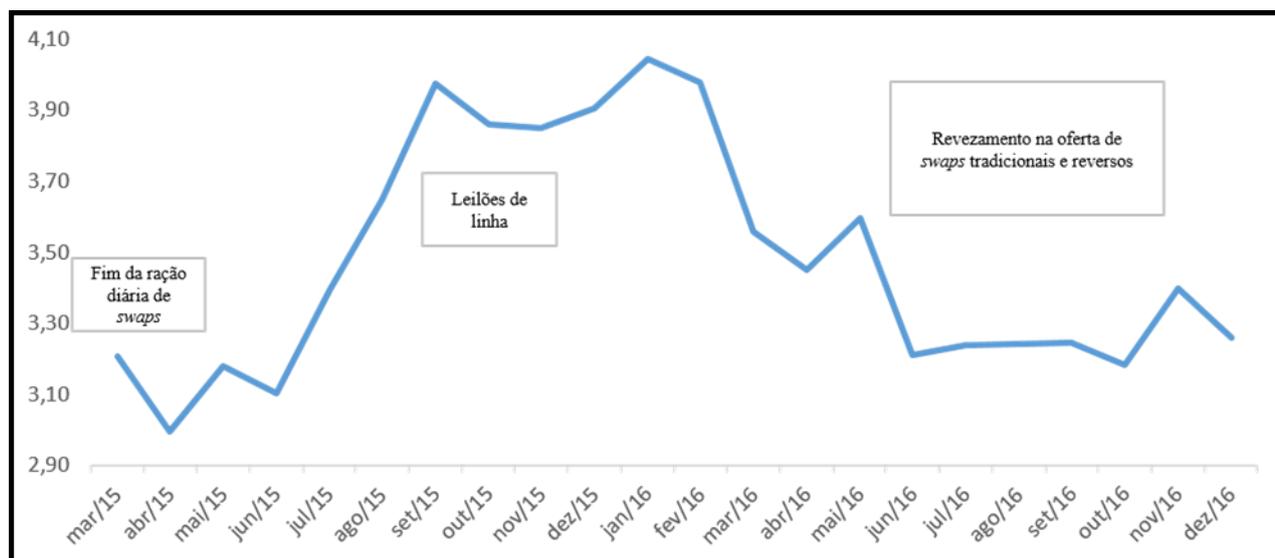
²⁴ Fonte: <http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/01/bc-tem-perda-de-quase-r-90-bilhoes-com-intervencoes-no-cambio-em-2015.html>

²⁵ Fonte: <http://g1.globo.com/economia/mercados/noticia/2015/09/dolar-cotacao-de-23-09-15.html>

de câmbio e outras agindo de forma mais incisiva, como por exemplo quando houve aumento da incerteza mundial com a eleição de Donald Trump para a presidência dos EUA, com uma oferta maior de contratos.

Gráfico X – Taxa de Câmbio R\$/US\$ – Medidas de Política Cambial

Mar/2015 a Dez/2016 – Terceira Fase

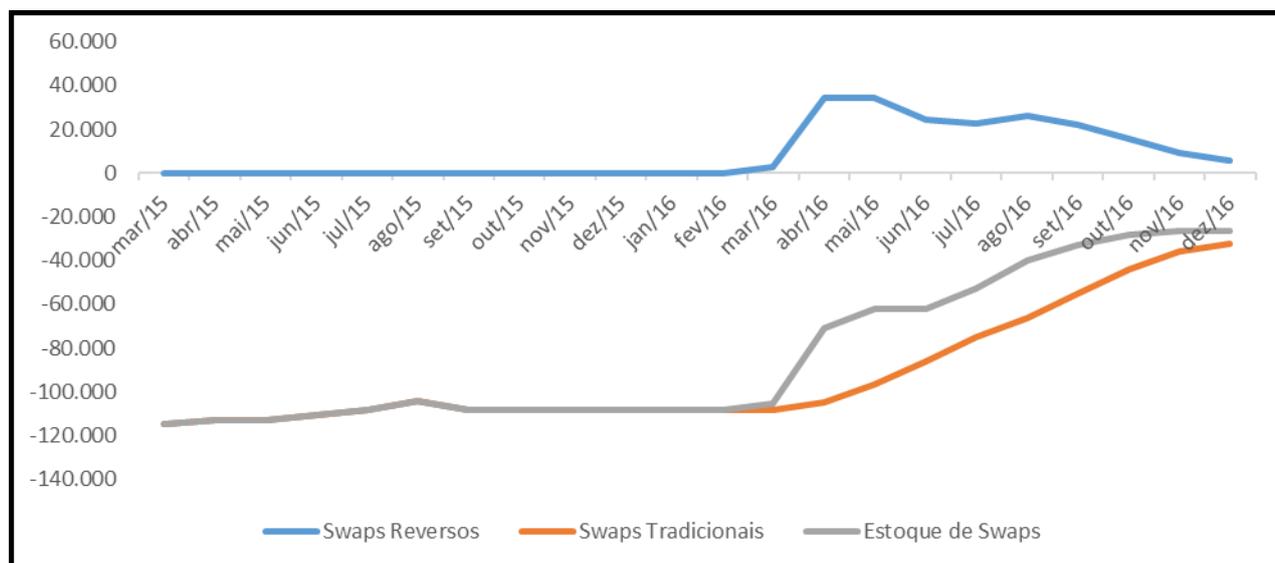


Fonte: BCB. Elaboração da autora.

Na terceira fase de política cambial o Banco Central retira o seu leilão diário de novos contratos de *swaps* e passa a interferir de maneira mais pontual no mercado de câmbio, além de fazer a rolagem diária dos contratos de câmbio já efetuados. No momento mais crítico do período no que se refere a força do circuito especulação-arbitragem no sentido da depreciação do real, a autoridade monetária volta a oferecer novos contratos com compromisso de recompra, atuando de forma mais incisiva para frear a alta da taxa de câmbio.

Gráfico XI – Estoque de Swaps

Mar/2015 a Dez/2016 – Terceira Fase



Fonte: BCB. Elaboração da autora.

O estoque de *swaps* cambiais manteve-se alto durante todo o período de 2015 devido à forte pressão para depreciação do real, conforme vê-se no gráfico XI, porém com a retomada dos *swaps* reversos em 2016 e com a melhoria na expectativa do mercado frente ao futuro da economia brasileira, reduzindo a pressão no sentido da depreciação do real, há uma redução deste estoque por meio da redução da rolagem dos contratos durante o período.

3.3 Considerações Finais

De acordo com o estudo analítico apresentado neste capítulo, foi possível esclarecer quais foram os fatores de decisão utilizados para definir cada uma das fases de política cambial e a caracterização detalhada, no que se refere aos instrumentos, maneira de utilização e programas da autoridade monetária.

É possível afirmar que no circuito especulação-arbitragem no sentido da apreciação da moeda, durante a primeira fase, um aparato regulatório forte foi montado e os *swaps* e leilões à termo foram utilizados de maneira complementar à este aparato. Assim, a autoridade monetária tinha maior raio de manobra para suas decisões de intervenção.

Quando há a reversão deste sentido, para a depreciação, o aparato regulatório vai sendo desmontado e o principal instrumento de intervenção sobre a taxa de câmbio passa a ser os *swaps*, com utilização de maneira sistemática.

Na última fase, os *swaps* mantem-se como principal instrumento, mas as principais ações da autoridade monetária visam efetuar a rolagem destes contratos e não o fornecimento de novos.

4. Conclusão

Apesar de haver uma discussão importante acerca da livre flutuação dos preços, exposta no primeiro capítulo, adota-se a tese de que, para países periféricos, como é o caso do Brasil, o “*fear of floating*” é justificável e necessário, dada a importância desta variável macroeconômica para o desenvolvimento e do impacto exercido pelo ciclo de liquidez internacional. Assim, foi apresentado neste estudo que, devido à institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro e à hierarquia do sistema monetário internacional, o preço do Real em relação ao Dólar é extremamente volátil.

Foram definidas três fases de política cambial no Brasil, no período de 2009 à 2016, de acordo com suas especificidades. Durante a primeira fase, houve a montagem de uma estrutura regulatória que, somada a atuação pontual de outros instrumentos, foi poderosa para reduzir ou mesmo desvincular a cotação do Real das outras moedas e do ciclo de liquidez internacional por um período. Porém, devido à reversão do circuito especulação-arbitragem na segunda fase de política cambial e ao desinteresse da autoridade monetária em adequar o aparato regulatório para esta nova tendência, esta estrutura foi desmontada e os instrumentos de interferência foram limitados, basicamente, aos *swaps* cambiais.

A segunda e terceira fases, mesmo que em intensidades distintas, tem nos *swaps* seu principal instrumento. Estes, mesmo que muitas vezes efetivos, são instrumentos reativos às tendências do mercado. Sem a estrutura regulatória, o mercado fica totalmente vulnerável às mudanças das expectativas dos agentes e devido à grande instabilidade econômica e, muito mais, política que o país enfrenta nos últimos anos, foram inúmeros picos de variação da cotação da moeda e necessidades de interferências pontuais da autoridade monetária no mercado de câmbio. Sem uma política cambial pensada de maneira integrada, atuante nos três segmentos do mercado de câmbio, não é possível atuar de maneira efetiva na determinação do preço do Real, pois uma política baseada apenas no uso pontual de *swaps* pode ser neutralizada, dependendo da força do circuito de especulação-arbitragem formado.

As três fases que foram trabalhadas neste projeto podem ser resumidas no quadro abaixo:

	Primeira Fase (2009-Dez/2012)	Segunda Fase (Dez/2012- Mar/2015)	Terceira Fase (Mar/2015- Dez/2016)
Reservas Internacionais	Muito utilizado até 2010	-	
Controle de Capitais	Diversas medidas que atuaram nos mercados interbancário e de derivativos, para controlar a entrada de dólares	Desmonte das ações realizadas na fase anterior para estimular entrada de dólares	Sem implementação
Medidas Regulatórias	Diversas medidas que atuaram nos mercados interbancário e de derivativos, para regular a entrada de dólares	Desmonte das ações realizadas na fase anterior para estimular entrada de dólares	Sem implementação
Leilões a termo	Utilização pontual, complementar as medidas regulatórias e controles de capitais	-	Utilização pontual, para auxiliar a controlar a velocidade de depreciação
Swaps Cambiais	Utilização pontual, complementar as medidas regulatórias e controles de capitais	Utilização sistemática, com oferta diária definida	Utilização pontual, porém como principal meio de intervenção

Dada a importância que tem a taxa de câmbio de maneira interna e externa, é crucial que haja uma maior preocupação da autoridade monetária na redução da volatilidade do Real frente às outras moedas, principalmente para ampliar o horizonte de decisões e reduzir as incertezas dos agentes com relação à moeda. Como exemplo, pode-se citar a desvalorização profunda do real no ano de 2015, saindo da cotação de R\$/US\$ 2,64 em janeiro de 2015 para R\$/US\$ 4,04 em janeiro de 2016, devido à intensificação da crise política interna e do aumento da incerteza quanto à economia brasileira.

4. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, ROGERIO E PRATES, DANIELA. **Dinâmica da taxa de câmbio em uma economia monetária periférica: uma abordagem keynesiana.** Nova Economia. Belo Horizonte, n.22, 2012.

BIANCARELLI, A. M. **A globalização financeira e os países em desenvolvimento: em busca de uma visão crítica.** Artigo apresentado no I Encontro Internacional na Associação Keynesiana Brasileira, Campinas-SP, abril, 2008.

CALVO, G. AND REINHART, C. **When capital inflows come to a Sudden Stop: Consequences and policy options.** In: P. Kenen and A. Swoboda, eds. *Reforming the International Monetary and Financial System.* Washington, DC: International Monetary Fund, 2000.

DE CONTI, B. **Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas.** Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

_____, B., BIANCARELLI, A. E ROSSI, P. **Currency hierarchy, liquidity preference and Exchange rates: a Keynesian/minskyan approach.** Congrès de l' Association Française d'Économie Politique Université Montesquieu Bordeaux IV, France, 3-5 Juillet, 2013.

FARHI, M. **Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem.** Economia e Sociedade, Campinas, 1999.

FLASSBACK, H. **The exchange rate: economic policy tool or market price?.** Unctad Discussion Paper, n.157, nov. 2001.

FRIEDMAN, M. **The case for flexible exchange rates, in *Essays in Positive Economics*,** University of Chicago Press, Chicago, p.157–203. 1953

GABRIEL, LUCIANO E OREIRO, JOSÉ (2008). **Fluxos de capitais, fragilidade externa e regimes cambiais — uma revisão teórica.** Revista Economia Política, vol. 28, n.2, 2008.

GARCIA, M E URBAN, F.O **Mercado interbancário de câmbio no Brasil.** Rio de Janeiro, 2004.

KEYNES, J. M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.** São Paulo: Atlas [Edição Original: 1936]

LACERDA, A. C. **Dissintonia das políticas macroeconômicas adia a saída da crise.** Brasil Debate. Disponível em <http://brasildebate.com.br/dissintonia-das-politicas-macroeconomicas-adia-a-saida-da-crise/>

LIST, F. G. **Sistema Nacional de Economia Política**. Editora Abril. 1983.

MELLO, G. E ROSSI, P. **Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma**. Texto para discussão. Unicamp, IE, Campinas, n.309. 2017.

PRATES, D. M. **Projeto de pesquisa: O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento**. BNDES. 2006.

PRATES, D. M. **O regime de câmbio flutuante no Brasil 1999-2012: especificidades e dilemas**. Ipea. 2015

ROSSI, P. **Taxa de câmbio no Brasil: dinâmicas da especulação e da arbitragem. 2012**. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.

_____. **Política cambial no Brasil: um esquema analítico**. X Fórum de Economia FGV EESP, 2013.

_____. **Institucionalidade do mercado de câmbio e a política cambial no Brasil**. Campinas, 2014.

_____. **Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil: Teoria, Institucionalidade, Papel da Arbitragem e da Especulação**. Editora FGV, 2016.

SCHULMEISTER, S. **Currency speculation and dollar fluctuations**. *Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review*, Dec., 1988.

VENTURA, A. E GARCIA, M. **Mercados futuro e à vista de câmbio no Brasil: o rabo balança o cachorro**., PUC-Rio, 2009.