



1290001482



TCC/UNICAMP Om2e

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
Instituto de Economia

**CRISES ECONÔMICAS E  
MERCADO DE DERIVATIVOS NO BRASIL  
1994-2003**

Monografia apresentada pelo  
aluno *José Manoel Ometo*, sob  
orientação da Prof<sup>a</sup>. Dra.  
*Maryse Farhi*

Campinas, Janeiro de 2005

TCC/UNICAMP  
Om2e  
IE/1482

**CEDOC/IE**

## **Agradecimentos**

Um especial agradecimento à minha orientadora, Maryse Farhi, por sua atenção, orientação e dedicação durante a elaboração deste trabalho. Também gostaria de agradecer todos os professores, funcionários e amigos que estiveram ao meu lado ao longo destes anos de estudos no Instituto de Economia.

## RESUMO

O mercado de derivativos brasileiro, criado com o mesmo objetivo dos mercados de derivativos internacionais dos países mais desenvolvidos, o de reduzir os riscos dos agentes econômicos contra a volatilidade de preços dos ativos financeiros e *commodities*, apresentou substancial crescimento na década de 90 e sua importância vem se tornando cada vez mais transparente como instrumento de manutenção de um certo grau de estabilidade econômica.

Entre 1994 e 2003, houve diversas crises econômicas internacionais e foram identificadas mudanças importantes no ciclo de liquidez internacional e na aversão ao risco dos agentes econômicos que, direta ou indiretamente, influenciaram a economia brasileira e seus mercados de derivativos. Desta forma, com o intuito de relacionar os acontecimentos com as configurações destes mercados organizados ao longo dos anos, este trabalho realiza uma revisão breve dos momentos de instabilidade econômica, sempre olhando pela ótica da taxa de câmbio e das reservas cambiais, e apresenta a influência dos ciclos de liquidez e do apetite ao risco no contexto interno, sempre em conjunto com apresentação das transformações ocorridas nos mercados de derivativos.

Para analisar o desenvolvimento qualitativo e quantitativo dos mercados de derivativos diante dos diferentes regimes cambiais, momentos de incertezas e instabilidades no Brasil, este trabalho se concentra nos derivativos de taxa de câmbio e de juros negociados na Bolsa de Mercadorias & Futuros e está dividido em dois períodos: de 1.994, início do Plano Real, a 1.998, antes da mudança do regime cambial; e de 1.999, após a mudança do regime cambial, até 2003.

## ÍNDICE

<b>1 – INTRODUÇÃO</b> .....	4
<b>2 – PRIMEIRO PERÍODO: DE 1994 A 1998</b> .....	8
<b>2.1 - Implantação do Plano Real</b> .....	8
<b>2.2 - Crise do México</b> .....	9
<b>2.3 - Crise Asiática</b> .....	14
<b>2.4 - Crise Russa</b> .....	19
<b>3 – SEGUNDO PERÍODO: DE 1999 A 2003</b> .....	23
<b>3.1 Crise Cambial Brasileira</b> .....	23
<b>3.2 “Respiro” econômico de 2000</b> .....	34
<b>3.3 Crise Energética</b> .....	35
<b>3.4 Crise da Argentina</b> .....	38
<b>3.5 “Efeito Lula” e os Escândalos Contábeis internacionais</b> .....	43
<b>4 – CONCLUSÃO</b> .....	52
<b>5 – BIBLIOGRAFIA</b> .....	60

## 1 – INTRODUÇÃO

Entre 1994 e 2003, houve diversas crises econômicas internacionais e foram identificadas alterações importantes no ciclo de liquidez internacional e na aversão ao risco<sup>1</sup> dos agentes econômicos que, direta ou indiretamente, influenciaram a economia brasileira e seus mercados de câmbio e de derivativos. Desde 1994, durante todo Plano Real, o mercado de derivativos no Brasil tem apresentado configurações distintas que estão bastante ligadas aos diferentes regimes cambiais adotados e aos impactos dessas grandes crises e alterações no cenário internacional.

Num primeiro momento, que vai de 1994 a 1997, num regime de câmbio administrado, os derivativos tiveram importância no processo de liberalização financeira e de estabilização de preços e eram muito usados como uma forma de alavancagem de capital. Neste período um maior apetite por risco pôde ser verificado, levando os capitais internacionais a migrarem para os países emergentes de forma intensa, até 1997. Num segundo momento, ainda na vigência de banda cambial, tivemos a Crise da Ásia em 1997. Esta teve por efeito gerar incertezas nos agentes econômicos e instabilidades nos preços dos ativos financeiros internacionais, com fortes reflexos nos mercados brasileiros. Esta crise também marcou uma reversão do ciclo de liquidez internacional até então presente, um aumento na aversão por risco e o início de um período em que há uma forte aceleração no volume de contratos negociados com o objetivo de proteção cambial; e num terceiro e último momento, temos o pós-janeiro de 1999, onde o risco cambial tornou-se uma variável importante nas decisões dos agentes e o mercado de derivativos consolidou seu papel como um importante instrumento redutor destes riscos, além dos demais riscos econômicos inerentes às variações das taxas de juros e dos preços das commodities, que não serão discutidos neste

---

<sup>1</sup> Persaud (2001) diz acreditar que o apetite por risco dos investidores é uma forma importante, porém pouco identificada, de efeito contágio. Isto porque os investidores tendem a compartilhar um comum, porém instável, apetite por risco. O autor argumenta que a variação do apetite por risco pode ser reflexo de uma mudança genuína do grau de aversão ao risco ou de uma alteração do peso ou proporção dos diferentes tipos de investidores com diferentes apetites por risco, independente dos fundamentos econômicos. Quando o apetite por risco se eleva, o preço dos ativos tende a também se elevar; quando há queda do apetite por risco, os ativos, em movimento contrário ao anterior, sofrem queda abrupta seguida de fugas de capitais.

trabalho. Prates (2003) afirma que o apetite por risco, assim como o ciclo de liquidez internacional, é reforçado a partir de 2002.

Mesmo diante das correntes instabilidades econômicas e das bruscas oscilações da taxa de câmbio que o país vem enfrentando, um instrumento tão importante como é o mercado de derivativos na redução dos riscos econômicos dos agentes através da socialização de suas perdas ainda permanece sendo algo pouco utilizado quando comparado com os mercados de países mais desenvolvidos. Como participantes principais estão as instituições financeiras, fundos de administração de ativos, corretoras de valores, grandes empresas e o próprio Banco Central.

Os derivativos financeiros são operados em dois diferentes mercados: um mercado organizado, com endereço, regras, controles próprios e representado pela Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) no Brasil, e um mercado de balcão, que abrange as operações realizadas diretamente entre os próprios participantes do mercado mas que tem seus negócios registrados na BM&F ou na CETIP. Estes dois mercados negociam diversos instrumentos financeiros que nasceram e se desenvolveram sempre atendendo às demandas vigentes nos diferentes períodos. Entre os principais instrumentos encontrados estão: diversos tipos de Swap, mercados futuros de índices, ativos financeiros e de diversas commodities, além de mecanismos de opções.<sup>2</sup> Neste trabalho estaremos apresentando

---

**2 Futuro:** contrato em que as partes assumem compromissos de compra e/ou venda para liquidação (física e/ou financeira) em data futura. Os valores contratos são ajustados diariamente, o que possibilita a liquidação financeira diária de lucros e prejuízos das posições.

**Termo:** semelhante ao mercado futuro, em que é assumido compromisso de compra e/ou venda para liquidação em data futura. No mercado a termo, porém, não há ajuste diário nem intercambialidade de posições, ficando as partes vinculadas uma à outra até a liquidação do contrato.

**Opções sobre Disponível:** contrato em que uma parte adquire de outra o direito de comprar – opção de compra – ou vender – opção de venda – o instrumento-objeto de negociação, até ou em determinada data, por preço previamente estipulado.

**Opções sobre Futuro:** em que uma parte adquire de outra o direito de comprar – opção de compra – ou vender – opção de venda – contratos futuros de um ativo ou commodity, até ou em determinada data, por preço previamente estipulado.

**Swaps com Ajustes Diários:** esses instrumentos, que foram criados especialmente pela BM&F para permitir a negociação da taxa de cupom cambial para datas específicas, são utilizados pelo Banco Central do Brasil na rolagem do hedge cambial oferecido ao mercado. As ofertas do Banco Central são feitas via leilão e podem ter a posição criada em data futura, quando ocorre o início de sua valorização.

dados do mercado organizado (BM&F), principalmente dos contratos indexados a taxa de câmbio e de juros, que, como veremos, representam cerca de 80% do volume financeiro total negociado.

Entre os principais derivativos negociados no Brasil presentes na tabela 1, destaca-se entre os contratos de taxa de juros, por seu maior volume financeiro de negócios, o DI de um dia futuro e o cupom cambial futuro; entre os contratos de taxas de câmbio, o futuro de dólar comercial; e entre os contratos de swap, os swaps DI-Pré e os swaps DI-US\$.

Como este trabalho se propõe a apresentar os principais momentos de instabilidade econômica entre os anos de 1994 e 2003 e suas influências sobre o mercado de derivativos brasileiro, optamos por realizar uma breve revisão destes momentos de instabilidade e de seus impactos no país, sempre olhando pela ótica da taxa de câmbio e das reservas cambiais, em conjunto com a apresentação das transformações ocorridas nos mercados de derivativos.

---

Isso possibilita melhor administração dos vencimentos pela autoridade monetária e melhor programação pelo mercado. Por ter ajuste diário, esses swaps exigem margem inferior à dos swaps de balcão e admitem consolidação com outros contratos financeiros de risco simétrico e que sejam ajustados diariamente.

**Opções Flexíveis:** semelhantes às opções de pregão (sobre disponível e sobre futuro), com a diferença de que são as partes que definem alguns de seus termos, como preço de exercício, vencimento e tamanho do contrato. Negociadas em balcão e registradas na Bolsa via sistema eletrônico, com as partes também determinando se o contrato de opção de compra ou de venda terá ou não a garantia da BM&F.

**Swaps:** como as opções flexíveis, são contratos negociados em balcão e registrados na BM&F via sistema eletrônico. Nesse caso, as partes trocam um índice de rentabilidade por outro, com o intuito de fazer hedge, casar posições ativas com posições passivas, equalizar preços, arbitrar mercados ou até alavancar posições. Para tanto, devem escolher a combinação de variáveis apropriada a sua operação e definir preço, prazo e tamanho, optando igualmente pela garantia ou não da Bolsa.

**Disponível (a vista ou spot):** modalidade reservada apenas a alguns ativos ou commodities, cujos contratos têm liquidação imediata. Com isso, a Bolsa pretende, ao mesmo tempo, fomentar os mercados futuros e de opções, por meio da formação transparente de preços que resulta da negociação a vista, e colaborar para o desenvolvimento dos mercados físicos dos produtos-objeto de seus contratos.

*Quadro 1*

**Derivativos negociados no Brasil**

BM&F					Mercado de balcão	
Ouro	Índice de ações	Taxas de Juros	Taxas de Câmbio	Títulos Dívida Externa	Swaps	Opções flexíveis
Disponível	Futuro	DI de um dia futuro	Futuro US\$ comercial	C-Bond futuro	Pré-Ações	Compra de Dólar
Futuro	Opções de Venda	Opções de Compra	Futuro US\$ flutuante	EI-Bond futuro	DI-Pré	Venda de Dólar
Opções de Compra e Venda		Cupom Cambial Futuro	Opções de Compra e Venda		DI-US\$	Compra de Ibovespa
					DI-TR	Venda de Ibovespa
					Pré-US\$	
					OUTROS	

## **2 – PRIMEIRO PERÍODO: DE 1994 A 1998**

### **2.1 - Implantação do Plano Real**

A implantação do Plano Real foi precedida pelos processos de liberalização da conta financeira do balanço de pagamentos e de abertura comercial, uma vez que estes seriam importantes ao sucesso do plano. Estes dois processos aliados a uma política monetária restritiva levaram à queda da inflação, a uma valorização da taxa de câmbio e à entrada maciça de capitais externos. Conforme nos afirma Fahri (2004a), o ciclo de liquidez do capital internacional estava favorável aos países emergentes naquele momento, fator que foi crucial para que a abertura financeira lograsse sucesso na sua tentativa de atrair capital estrangeiro.

A entrada de capitais externo, que era composta principalmente por capitais de curto prazo, ocorreu tão intensamente que, em 1994, algumas medidas foram tomadas com o intuito de restringir seu volume e de alongar os prazos dos fluxos que continuassem ingressando no país. A principal delas foi a instauração de uma tributação no momento da entrada dos capitais cujo grau desestimulava as aplicações de curto prazo. Aliado a isto, o Banco Central decidiu não adquirir o grande volume de divisas que estavam entrando através destes fluxos de capitais externos. Esta decisão fez com que o mercado ficasse inundado de dólares e ocasionou a valorização da moeda nacional. Araújo e Silveira (2002) citam que as altas taxas de juros internas (Taxa Selic de 3,8% em setembro) e a baixa inflação (0,8% - IPC FIPE) foram fatores fundamentais para a atração de grandes fluxos externos naquele primeiro momento e que a não intervenção no câmbio por parte do Banco Central permitiu a valorização da taxa de câmbio conforme poderemos observar no gráfico 1.

De acordo com dados destes autores, em 16 de setembro de 1994 o dólar valia apenas R\$ 0,85. Como reflexo dessa valorização, a balança comercial passou de superavitária em dezembro de 1993 (US\$ 850 milhões) para deficitária em dezembro de 1994 (US\$ 810 milhões) de modo que em 1995 foi a primeira vez, desde 1980, que a balança comercial fechou o ano com saldo negativo. Esse resultado foi decorrente não só da taxa de câmbio

sobrevalorizada, mas também da aceleração da economia após a estabilização cambial, que levou ao forte aumento das importações. Diante da rápida valorização da moeda, em setembro de 1994, o Banco Central decidiu reiniciar as intervenções no mercado de câmbio e frear este processo de valorização cambial.

Do lado da inflação, a abertura comercial foi incentivada de forma que o crescente aumento das importações reduzisse o impacto que uma maior demanda interna, trazida pela estabilização monetária, pudesse ter sobre a inflação. Aliado à âncora cambial, este plano do governo funcionou e a inflação declinou após a implementação do Plano Real.

Com a introdução do Plano Real e a queda da inflação, que tornaram as margens de ganho nos mercados à vista de juros e câmbio menores, Farhi (2004) mostra que o crescimento do mercado de derivativos acelerou-se e, já em 1994, alcançou um volume total de negócios na BM&F três vezes maior do que o do ano anterior, passando de pouco mais de US\$ 500 bilhões para mais de US\$ 1.500 bilhões. O mercado de balcão também apresentou taxas de crescimento extraordinárias e, neste mesmo ano, um valor notional total de US\$ 258 bilhões em swaps foi registrado na Central de Liquidação e Custódia de Títulos Privados (CETIP). Valor este quase 10 vezes maior do que em 1992. Mais uma vez, o ciclo de liquidez favorável e a pouca aversão ao risco por parte dos investidores naquele momento jogaram papel importante nestes números. No ano de 1994, as operações da BM&F estavam configuradas da seguinte forma em relação ao volume financeiro de contratos negociados: 61,67% eram contratos ligados à taxa de juros, 17,13% à taxa de câmbio, 10,43% eram Swaps, 1,32% eram contratos agropecuários e 1,17% eram contratos indexados ao Ouro.

## **2.2 - Crise do México**

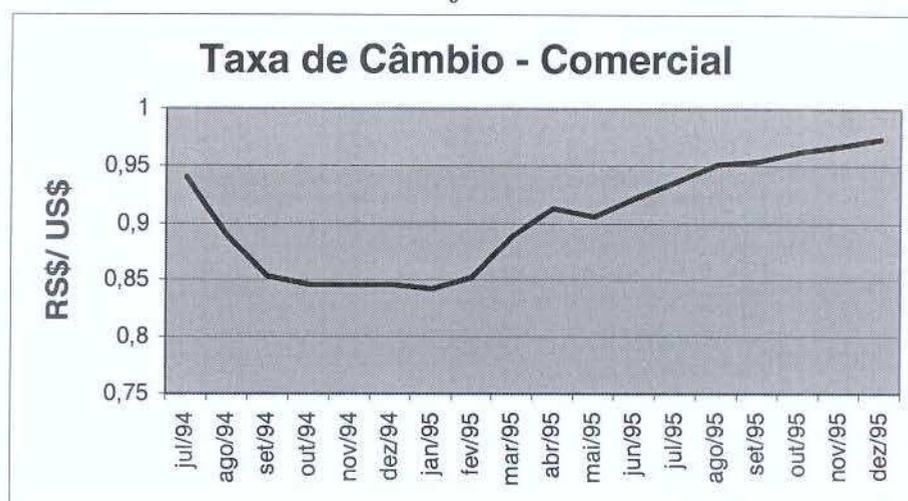
Conforme apresentam Kalter e Ribas (1999), desde meados dos anos 1980 o México vinha executando um ajuste econômico e um processo de reforma estrutural objetivando atingir um crescimento sustentável. Contudo, a partir do final de 1994, um crescimento corrente do

déficit externo resultou numa crise cambial e no colapso do sistema financeiro, com uma repentina reversão dos fluxos de capital externo; em seguida, a atividade econômica caiu e os rendimentos financeiros declinaram significativamente. Os fatores que determinaram a crise mexicana no final de 1994, segundo os autores, são variados – apreciação demasiada do peso mexicano, déficits externos em conta corrente e o enfraquecimento do sistema bancário após a privatização no início dos anos 1990 são alguns exemplos.

Agora vejamos os impactos desta crise sobre o Brasil. Diante da crise mexicana, a consequente redução da liquidez internacional, conforme coloca Rocha (2000), associada às estimativas de crescimento do déficit comercial, gerou incertezas na economia brasileira. As condições internas do país também colaboravam para aumentar a incerteza, que, por sua vez, influenciava negativamente o mercado cambial. A indagação dos agentes econômicos residia em como o governo iria assegurar o equilíbrio do Balanço de Pagamentos sem recorrer a uma desvalorização da taxa de câmbio, dada a redução dos fluxos de capitais externos. Farhi (2004) afirma que os primeiros impactos críticos foram a saída maciça de capitais, com US\$ 1,2 bilhões deixando o país em apenas um mês, e a queda significativa da Bolsa de Valores e dos preços dos títulos da dívida pública interna. Araújo e Silveira (2002) mostram que houve uma venda líquida de US\$ 915 milhões e US\$ 3,0 bilhões, respectivamente, em novembro e dezembro de 1994 por parte do Banco Central com intuito de atender a demanda por divisas. Após este período de maior euforia, a situação começou a voltar ao controle e a taxa de câmbio recuou. Em 10 de março de 1995, a banda cambial foi criada e fixada entre R\$ 0,83 e R\$ 0,93, permanecendo neste patamar até 22 de junho de 1995 (Araújo e Silveira (2002)).

Vejamos no gráfico 1 a flutuação da taxa de câmbio comercial do Brasil de julho de 1994, após a implantação do plano real, até o final de 1995, quando a economia nacional “enfrentou” a crise mexicana e o “efeito tequila”:

Gráfico 1



Fonte: <http://www.bc.gov.br>

Podemos observar que os efeitos da crise do México sobre o mercado de câmbio do Brasil foram pequenos, pois não houve forte pressão sobre o Real, que permaneceu mais forte que o dólar até o final de 1995. A movimentação das reservas cambiais, na tabela abaixo, também atesta o que foi afirmado. Repare que, após uma pequena diminuição do volume nos meses de março, abril e maio, as reservas voltaram a se elevar. Este quadro mostra que o impacto da crise mexicana durou pouco no Brasil. Em pouco tempo os investidores tornaram-se mais confiantes frente à ação do FMI e dos Estados Unidos que geraram um pacote de ajuda multibilionário ao México. Já em junho de 1995, os fluxos de capitais haviam retornado ao Brasil e as reservas internacionais voltaram a crescer, alcançando seu nível anterior à crise.

Tabela 2 - Reservas Internacionais – US\$ Bilhões

Mês	Liquidez	Mês	Liquidez
Jul/94	43,1	Abr/95	31,9
Ago/94	43	Mai/95	33,7
Set/94	43	Jun/95	33,5
Out/94	42,8	Jul/95	41,8
Nov/94	41,9	Ago/95	47,7
Dez/94	38,8	Set/95	48,7
Jan/95	38,3	Out/95	49,7
Fev/95	38	Nov/95	51,3
Mar/95	33,7	Dez/95	51,8

Fonte: <http://www.bc.gov.br>

Por fim, podemos ver, segundo a tabela abaixo, que o PIB teve crescimento significativo para os anos de 1994 e 1995 a despeito da crise mexicana.

**Tabela 3 - Outros Indicadores Econômicos**

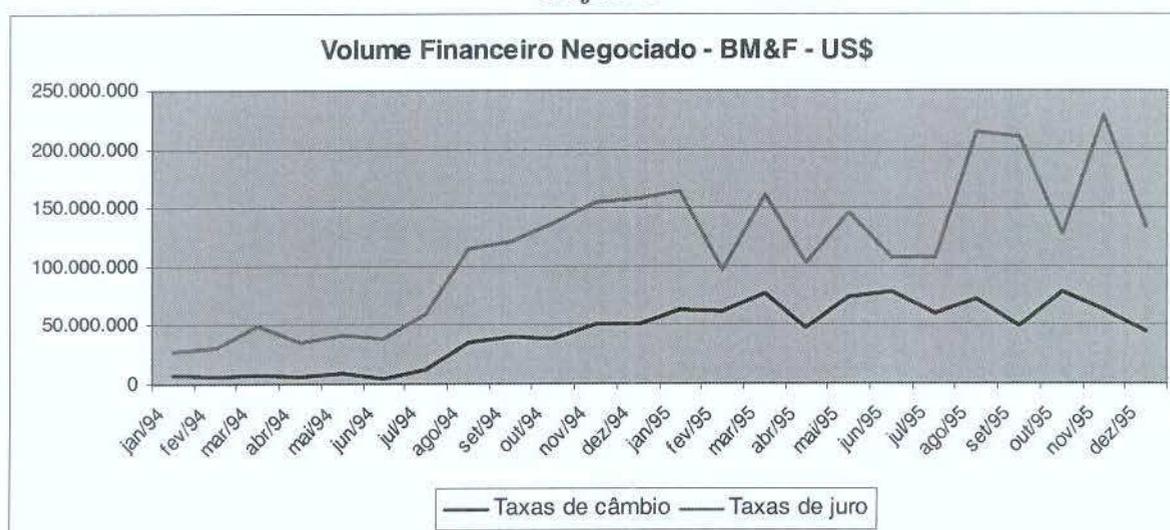
	Variação do PIB (%)	IGP-DI 12 meses
1994	5,9	909,61
1995	4,2	14,78

Fonte: <http://www.bc.gov.br>

O comportamento da inflação para 1994 não pode ser considerado, já que o plano real passou a vigorar apenas a parti de 1º de julho daquele ano; quanto a 1995, a inflação e a desvalorização cambial apresentaram taxas muito próximas (14,78% e 15,448%, respectivamente). O que, mais uma vez, demonstra o impacto quase nulo da crise mexicana sobre o mercado de câmbio brasileiro.

Quanto ao mercado de derivativos de câmbio, conforme apontado por Farhi (2004), mesmo durante o período da crise, pode-se perceber que a liquidez continuou elevada, havendo apenas um movimento de stress no período de mudança da política cambial. Mas tal movimento não se caracterizou como um ataque especulativo contra o Real.

**Gráfico 2**



Fonte: BM&F

O gráfico 2 nos mostra o aumento significativo no volume financeiro de contratos indexados a taxa de câmbio e a taxa de juros após a adoção do Plano Real em julho de 1994 e sinaliza as oscilações trazidas pela Crise do México em 1995, principalmente aos contratos indexados à taxa de juros.

No ano de 1995, as operações da BM&F estavam configuradas da seguinte forma em relação ao volume financeiro de contratos negociados: 59,10% eram contratos ligados à taxa de juros, 25,19% à taxa de câmbio, 7,76% eram swaps, 1,04% eram contratos agropecuários e 0,48% eram contratos indexados ao ouro. O que mostra um aumento da participação dos contratos indexados ao câmbio e uma redução dos contratos de ouro e agropecuários em relação a 1994. Este fato demonstra o aumento da procura por proteção contra possíveis desvalorizações que poderiam ter sido trazidas pela Crise do México. Este aumento de volume também pode ser observado nas oscilações presentes entre março e dezembro de 1995 no gráfico 2.

Depois de passado o pior da Crise do México, a alta taxa de juros e a política cambial foram um sucesso na estabilização dos preços até o primeiro semestre de 1997. Nesta época os influxos de capitais foram positivos e as reservas internacionais encontravam-se em nível elevado, com US\$ 57,5 bilhões, ou seja, o ciclo de liquidez continuava altamente favorável para os países emergentes. Entretanto, apesar da estabilização, diversos autores afirmam que a política cambial adotada vinha aprofundando os desequilíbrios macroeconômicos e, juntamente com a abertura econômica e a política monetária restritiva, impedindo um crescimento econômico. Os investidores internacionais, de forma otimista ou especulativa, ignoravam tais problemas, diminuindo sua cautela e inflando uma bolha especulativa nos ativos das economias emergentes, conforme aponta Farhi (2004a).

### 2.3 - Crise Asiática

Em meados de 1997, um novo movimento externo desestabilizador surgiu a partir da eclosão de uma crise no continente asiático. A Crise Asiática, considerada mais forte do que a Crise Mexicana, foi iniciada na Tailândia em maio e em poucas semanas já havia atingido a Indonésia, Malásia e Filipinas. Uma onda de ataques especulativos às moedas destes países levou a grandes desvalorizações do câmbio, à queda de suas reservas de divisas, à alta dos juros e a depreciação dos ativos de forma que os bancos e empresas locais, endividados, chegaram, muitos, a beira da falência. A seguir, iniciou-se uma segunda fase da crise, com os ataques especulativos voltando a todo vapor e atingindo o dólar de Hong Kong e o won coreano, o que resultou em uma queda nas Bolsas de Valores no mundo todo. Para Farhi (2004), a intensidade da crise pode ser medida pela atuação do FMI, que chegou a fechar um pacote de ajuda no valor de US\$ 60 bilhões, o maior de sua história, até aquele momento.

De acordo com Miranda (2001), a abrangência da crise asiática deveu-se principalmente ao efeito contágio<sup>3</sup>. Os investidores analisaram que aqueles diversos países tinham uma situação econômica semelhante, com ativos em moeda estrangeira a médio e longo prazos e passivos a curto prazo. Dessa forma, após o ataque à Tailândia, os investidores

---

3 Conforme Hernández e Valdéz (2001), uma definição simples de contágio é quando um país A entra em crise porque um país B entrou previamente. Crise, neste caso, refere-se a uma desvalorização, moratória ou outra mudança traumática de regime que podem ser causados por uma reversão dos fluxos de capitais e pela pressão no mercado de câmbio e sobre os preços domésticos. Essa simples definição é muito utilizada para identificar os canais que explicam o contágio através dos países nos momentos de crises.

Um conselho muito útil, segundo os autores, para combater este efeito seria uma cooperação internacional na forma de uma união monetária; ou, de outra forma, alguns países deveriam impor regulações uns aos outros nos momentos de crises como as da Ásia, da Rússia e do Brasil.

As principais causas enumeradas pelos autores para um contágio são:

1 – Semelhança macroeconômica: devido às informações incompletas investidores poderiam tratar países em semelhante situação como exatamente iguais. Portanto, quando um país é atacado por uma crise, há uma disseminação da crise através dos demais na medida em que os investidores se retiram dos países com semelhança macroeconômica esperando que o mesmo problema ocorra.

2 – Relações financeiras: explica o efeito contágio de diversas maneiras, cada uma associada a uma teoria, tais como: relações financeiras diretas entre os países envolvidos; práticas institucionais de mercado financeiro em comum; problemas de liquidez aos investidores estrangeiros, informações assimétricas e comportamento de risco.

internacionais temeram que o mesmo pudesse ocorrer em outros países, desencadeando, desta forma, um “efeito manada” sobre os demais países daquela região. Como os bancos centrais viram-se incapazes de exercer o papel de emprestador em última instância, houve a crise cambial.

Conforme apresenta Rocha (2000), na época da crise asiática, o Brasil apresentava elevado déficit em conta corrente devido à abertura financeira e ao câmbio sobrevalorizado. A dependência dos capitais externos para financiar tal déficit era um sinal da dependência externa da economia brasileira e um forte fator para levar os investidores a acreditarem que a crise Asiática traria impactos ao Brasil. Com a crise asiática inaugurava-se uma fase em que a aversão ao risco (Persaud, 2001) se tornaria crescente e exigiria remunerações cada vez maiores para os investidores nas economias emergentes. Conforme sugere Farhi (2004a), as crises que atingiram as economias do Sudeste Asiático marcaram o fim da fase de alta liquidez para as economias emergentes.

Em 23 de outubro, quando houve o ataque especulativo contra Hong Kong, o efeito sobre o Brasil não foi o mesmo observado após os ataques especulativos aos outros países asiáticos, desta vez o impacto foi muito mais forte. Era, mais uma vez, ação do efeito contágio. Os preços dos ativos declinaram de forma acentuada e em uma semana, US\$ 8,3 bilhões em capital já haviam deixado o país. Diante desta situação, em uma reunião extraordinária do Comitê de Política Monetária (COPOM), feita no dia 30 de outubro, optou-se por elevar as taxas de juros a um patamar duas vezes maior. Em termos anuais, os juros passaram de 20,7% para 43,4%. Em 10 de novembro, ainda na tentativa de atenuar os efeitos da crise, o governo anunciou um pacote de ajuste fiscal que contemplava o aumento da carga tributária, redução dos incentivos fiscais, intensificação das privatizações e redução das despesas do Estado. Estas medidas foram, rapidamente, aplaudidas pelo FMI que afirmou que este era o caminho para uma sustentável melhora do balanço de pagamentos e uma queda das taxas de juros.

**Gráfico 3**



Fonte: <http://www.bc.gov.br>

No Gráfico 3, podemos notar que a pressão sobre a taxa de câmbio continuou durante o ano de 1997, com desvalorização durante todo o período e, na tabela seguinte, podemos observar a flutuação das reservas cambiais. As reservas internacionais tiveram significativa retração no último trimestre do ano, após o ataque especulativo contra Hong Kong que elevou a aversão ao risco internacional e afetou fortemente o Brasil através da saída de capitais.

**Tabela 4 - Reservas Internacionais – US\$ Bilhões**

Mês	Liquidez	Mês	Liquidez
jan/97	58,95	jul/97	60,33
fev/97	59,41	ago/97	63,06
mar/97	58,98	set/97	61,93
abr/97	56,17	out/97	53,69
mai/97	59,28	nov/97	52,04
jun/97	57,62	dez/97	52,17

Fonte: <http://www.bc.gov.br>

Por fim, apesar da turbulência internacional, os dados da tabela 6 nos mostra que houve razoável crescimento do PIB e certa estabilidade nos preços. A taxa de inflação (7,48%) para 1997 superou a taxa de desvalorização do câmbio (6,2%), reforçando a tese de que a taxa de câmbio permanecia sobrevalorizada.

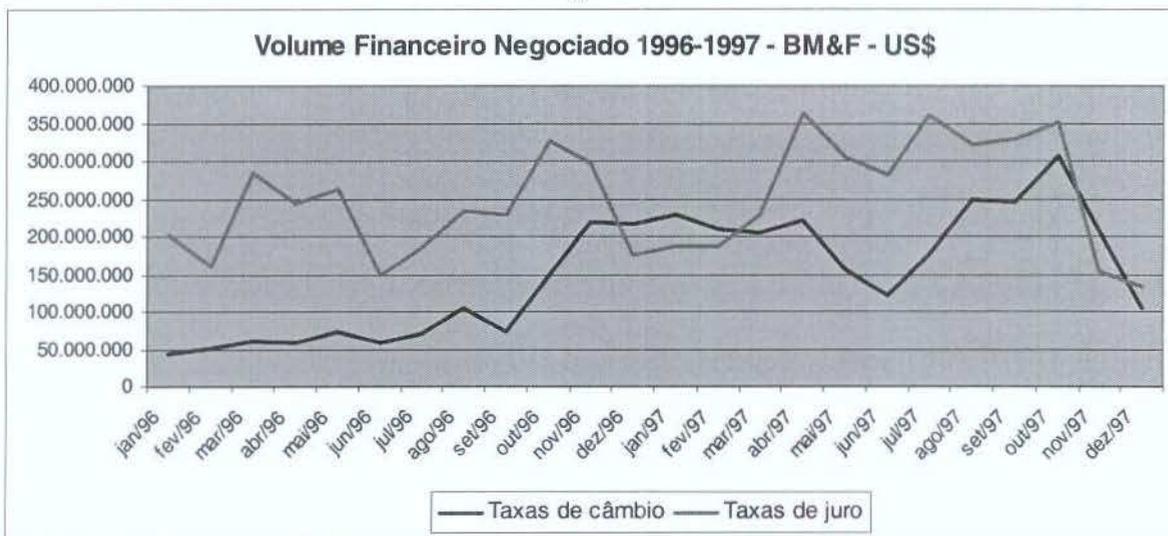
**Tabela 5 - Outros Indicadores Econômicos**

	Variação do PIB (%)	IGP-DI 12 meses
1997	3,6	7,48

Fonte: Rocha (2000)

Conforme afirma Farhi (2004), a alta volatilidade dos preços dos ativos associada ao mecanismo de alavancagem proporcionado pelos derivativos ocasionou perdas em praticamente todos os fundos de ações, fundos de renda variável, de derivativos e de carteira livre na semana após o início da segunda fase da crise em 23 de outubro. Como exemplo do nível de perdas, as perdas dos fundos dos cinco maiores bancos do país chegaram à cerca de 19% dos seus patrimônios apenas nos três últimos dias de outubro.

*Gráfico 4*



Fonte: BM&F

O gráfico acima nos mostra que a ocorrência da crise asiática trouxe um aumento do volume financeiro negociado de contratos indexados a taxa de câmbio e a taxa de juros na BM&F. No total, o volume negociado em 1997 foi 47,4% maior do que em 1996. Segundo Farhi (2004), a crise de confiança dos agentes sobre estes mercados, sobretudo em relação à manutenção das taxas de juros e do câmbio, foi a maior responsável pelo significativo aumento do volume destes contratos.

A tabela seguinte é uma ilustração de como o volume de contratos de outros mercados da BM&F apresentou tendência de queda no ano de 1997, principalmente os índices de ações e os títulos da dívida. Tendência que demonstrava as expectativas negativas em relação ao retorno financeiro destes ativos da economia brasileira.

**Tabela 6**  
**BM&F: Contratos Negociados**  
**Média Diária Mensal - 1997**

Valor Financeiro							
	Ouro	Índice de Ações	Taxa de Juros	Taxas de Câmbio	Títulos da Dívida	Swaps	Opções Flexíveis
Janeiro	3.118	75.337	98.116	216.000	2.304	45.619	25.350
Fevereiro	1.564	73.331	121.373	246.980	2.184	57.697	19.962
Março	2.361	71.507	138.510	245.482	4.032	69.089	17.286
Abril	507	58.147	195.591	245.337	2.400	63.196	13.144
Maió	4.138	68.658	172.611	184.064	1.097	58.344	14.404
Junho	789	66.417	155.358	155.598	720	72.014	15.990
Julho	2.931	69.009	191.683	192.075	722	60.643	15.111
Agosto	277	62.972	180.755	265.615	584	71.541	10.120
Setembro	1.975	52.751	175.903	227.495	331	74.417	8.176
Outubro	3.405	57.842	179.602	172.955	304	93.551	25.673
Novembro	2.869	43.799	95.353	123.691	131	42.788	30.442
Dezembro	245	38.703	79.190	67.489	86	27.475	17.920

Fonte: BM&F

Para Farhi (2004), durante a crise asiática, os participantes do mercado não tinham mais confiança na manutenção das taxas de juros e da política de banda cambial. Isso obrigou o Banco Central a operar em sentido contrário, aumentando a venda de contratos futuros de câmbio no intuito de reduzir a demanda por divisas no mercado à vista, o que justifica o aumento do volume de contratos de swap negociados observado na tabela 6.

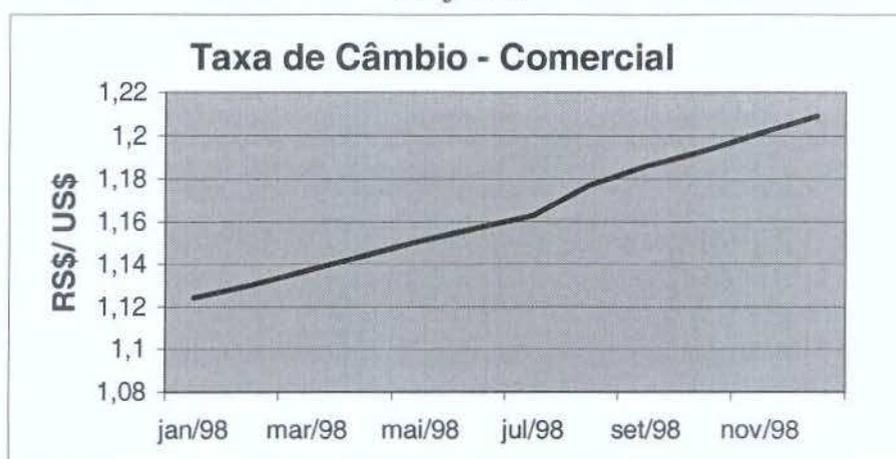
Para o mercado, a intensa saída de capitais e as ocorrências nos mercados de derivativos demonstrava que um ataque especulativo contra o Real estava ocorrendo. Mas, como aponta Farhi (2004), a elevação dos juros e a adoção do pacote fiscal permitiram ao governo suportar o primeiro grande ataque especulativo contra o Real e manter o regime de câmbio administrado.

## 2.4 - Crise Russa

Para Dungey, Fry, Hermsillo e Martin (2003) a proximidade entre as crises asiática e russa indica que há grande possibilidade de os dois eventos estarem conectados. Odling-Smee (2004) mostrou que os efeitos da crise da Ásia começaram a ser sentidos na Rússia no final de 1997, com o efeito contágio levando a uma saída maciça de capitais. O FMI aconselhou a Rússia, já na primeira metade do ano de 1998, a aumentar a austeridade fiscal em sua economia, o que não foi executado de maneira suficiente. Sem a restauração da confiança, saídas massivas de capitais começaram a ocorrer, bem como pressões para desvalorização cambial, refinanciamento da dívida em longo prazo e empréstimos externos. Em junho de 1998, deu-se início à crise Russa que aparentou ser uma consequência do acúmulo dos efeitos das sucessivas crises anteriores, ao ponto em que levou o presidente Bill Clinton a afirmar que o mundo estava enfrentando a pior crise desde a Segunda Guerra Mundial. Em agosto, depois de uma saída de US\$ 2 bilhões em uma semana, o governo se viu impossibilitado de honrar os títulos de dívida pública externa e interna. Neste momento decretou moratória, ampliou a faixa de flutuação do rubro e reescalou sua dívida interna. Esta moratória pegou muitos bancos e investidores de surpresa, pois muitos acreditavam em uma ação antecipada do FMI.

A moratória decretada pela Rússia fez com que os efeitos de sua crise econômica fossem ainda mais fortes do que os das crises mexicana e asiática, ocasionando fugas de capitais, quedas nas bolsas de valores e ataques especulativos ainda mais intensos. Conforme colocado por Farhi (2004), o impacto sobre os países emergentes também foi maior. Somando-se às crises anteriores, a crise Russa aumentou sensivelmente a avaliação de risco destes países e reduziu bruscamente os fluxos de capitais internacionais. Praticamente todos os países emergentes sofreram fugas de capitais após a Rússia ter decretado moratória. No Brasil, a fuga de capitais no segundo semestre de 1998 chegou a US\$ 12 bilhões. Iniciava-se um período em que os capitais eram mais seletivos, caros e escassos para as economias emergentes.

Gráfico 5



Fonte: <http://www.bc.gov.br>

O gráfico 3 acima demonstra que a contínua desvalorização cambial também caracterizou o ano de 1998, de aproximadamente 7%. Considerando que o IGP-DI para aquele ano apontou inflação de 1,7%, houve uma desvalorização real do câmbio. Isso pode ser considerado um sinal de que a aversão ao risco internacional vinha pressionando a taxa de câmbio gradualmente. Já a Tabela 8 nos mostra o impacto do efeito contágio da crise russa sobre o Brasil após o mês de setembro, quando houve uma significativa contração das reservas internacionais.

Tabela 7 – Reservas Internacionais – US\$ Bilhões

Mês	Liquidez	Mês	Liquidez
Jan/98	53,10	jul/98	70,21
Fev/98	58,78	ago/98	67,33
mar/98	68,59	set/98	45,81
abr/98	74,66	out/98	42,39
mai/98	72,83	nov/98	41,19
jun/98	70,90	dez/98	44,56

Fonte: <http://www.bc.gov.br>

Entre início de agosto e meio de setembro, US\$ 18 bilhões foram retirados do Brasil. A agitação do mercado continuou e no final de setembro, US\$ 24 bilhões já haviam deixado o país. Conforme apontado por Farhi (2004), a tranquilidade voltou apenas de forma transitória em 8 de outubro com um anúncio conjunto do FMI e do Ministério da Fazenda brasileiro admitindo suas fortes intenções de chegarem a um acordo. Diante de tal anúncio,

as saídas de divisas sofreram uma desaceleração e as reservas internacionais caíram apenas US\$ 3,4 bilhões neste mês. O objetivo principal do comunicado parecia ter sido atingido.

Em 13 de novembro, o Brasil fechou um acordo com o FMI que prometia uma ajuda internacional de US\$ 41 bilhões. No acordo estavam incluídos um plano de ajuste fiscal plurianual, com cortes de gastos um substancial aumento das receitas, de forma a atingir um superávit primário de 2,6% em 1999 e 3% até 2001. Para Farhi, este acordo, aliado com a reeleição do Fernando Henrique Cardoso e a queda na taxa de juros dos EUA, reduziu em parte a tensão do mercado e a saída de capitais. Em novembro, o total de saídas somou US\$ 1,2 bilhão. Entretanto, o quadro interno não se modificou. A pressão sobre o câmbio permanecia elevada e o mesmo continuava consideravelmente apreciado. Os “déficits gêmeos” apenas se intensificavam (a balança comercial registrou um déficit recorde histórico nos anos de 1997 e 1998) e as reservas internacionais seriam insuficientes em caso de um ataque especulativo contra o Real, conforme pode ser verificado pela comparação com as ocorrências das crises asiática e russa.

Com toda aquela turbulência, o PIB não apresentou qualquer crescimento em 1998 e houve pouco espaço para aumento dos preços, conforme dados da Tabela 8

**Tabela 8 - Outros Indicadores Econômicos**

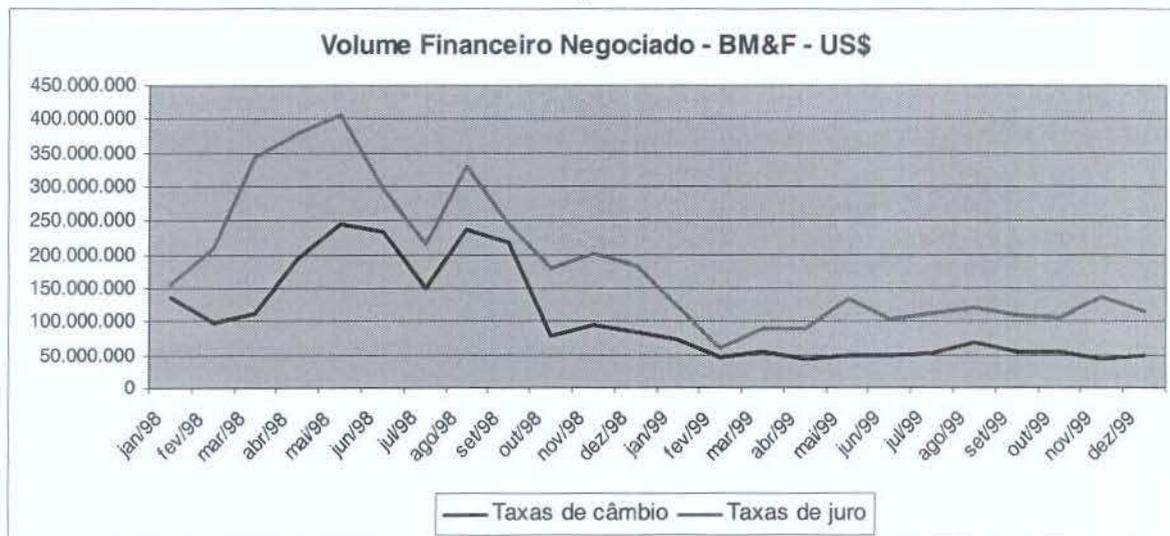
	Variação do PIB (%)	IGP-DI 12 meses
1998	-0,1	1,7

*Fonte: Rocha (2000)*

Conforme observado no período da crise asiática, a crise russa também trouxe volatilidade e aumento nos volumes financeiros negociados na BM&F por conta da especulação e da procura por proteção neste período de grandes incertezas. O gráfico 6 nos mostra que o volume e a volatilidade se reduziram drasticamente, representando um alívio nos nervos do mercado de derivativos, no momento em que um acordo financeiro foi anunciado pelo FMI em conjunto com o Ministério da Fazenda brasileiro em outubro, conforme já relatado. Apesar das incertezas, o acordo financeiro com o FMI trouxe um certo alívio para o mercado em relação à capacidade do governo em honrar suas dívidas mas ainda manteve

dúvidas em relação ao rumo que as autoridades monetárias iriam tomar após este longo período de instabilidades iniciado em 1997 com a crise asiática.

Gráfico 6



Fonte: BM&F

No ano de 1998, as operações da BM&F estavam configuradas da seguinte forma em relação ao volume financeiro de contratos negociados: 53,72% eram contratos ligados à taxa de juros, 32,12% à taxa de câmbio, 7,46% eram swaps, 0,06% eram contratos agropecuários e 0,03% eram contratos indexados ao ouro. Estes números mostram que a tendência dos últimos anos permanecia: a participação dos contratos indexados ao câmbio mais uma vez havia aumentado, em função das desconfianças de que o câmbio valorizado não seria suportado por muito tempo, e a participação dos contratos agropecuários e indexados ao ouro haviam atingido participações desprezíveis no volume financeiro total negociados na BM&F.

A crise de confiança sobre os países emergentes aumentou ainda mais com a crise russa, pois esses eram considerados “semelhantes” em relação ao risco. Mal havia se passado a crise russa e o Brasil já seria o próximo país a enfrentar uma crise cambial.

### **3 – SEGUNDO PERÍODO: DE 1999 A 2003**

#### **3.1 Crise Cambial Brasileira**

Miranda (2001) apresenta em seu trabalho diversos fatores que caracterizam uma crise cambial. De acordo com ele não há unanimidade de opiniões, mas há três fatores que parecem ser os mais aceitos:

- 1) desvalorização cambial discreta e acentuada;
- 2) grande perda de reservas internacionais;
- 3) mudança de regime cambial.

Em relação a um ataque especulativo, Miranda enumera quatro fatores:

- 1) fundamentos macroeconômicos;
- 2) equilíbrio múltiplo;
- 3) efeito contágio;
- 4) vulnerabilidade externa.

As características do caso brasileiro, expostas nos próximos parágrafos, são um bom exemplo no qual todos estes fatores estiveram presentes.

Após a crise asiática, as discussões sobre a política de bandas cambiais, que já vinha acontecendo antes, ganharam maior importância na medida em que se aproximou o acordo do Brasil com o FMI. Apesar de muitos estarem temerários, as opiniões dos economistas de que o Brasil deveria alterar seu regime cambial ganhava força internamente e externamente. O efeito contágio aqui, como nos casos das demais crises cambiais, também teve um impacto importante. Dungey, Fry, Hermosillo e Martin (2003) afirmaram que a crise russa liderou uma crise de desconfiança em relação aos mercados emergentes e exigiu um elevado prêmio-risco por parte destes. Rocha (2000) compartilha da mesma opinião. Ela diz que o aprofundamento da crise russa associada ainda aos efeitos da crise dos países asiáticos causou uma reformulação profunda na composição dos portfólios dos agentes econômicos. Estes agentes começaram a reduzir o risco de seus investimentos, o que

significou um forte declínio do fluxo de capitais externos para países emergentes. Dessa forma, a crise russa, mudando a percepção dos investidores externos em relação ao Brasil, determinou uma forte saída de recursos do país. Dentro desse contexto, o Brasil, dada a sua dependência dos capitais externos para financiar seu déficit, se encontrava em posição de extrema vulnerabilidade.

Já Mona (2000) argumenta que existiam fortes evidências de que a crise cambial brasileira foi causada mais por uma inconsistência de fundamentos do que pelas próprias crises internacionais. Os desequilíbrios fiscal e externo que precederam o ataque indicariam a existência de elementos que possibilitavam prever que o colapso seria inevitável. A expectativa de desvalorização possuía trajetória crescente mesmo antes da crise asiática, mas a deterioração cambial foi mais clara apenas a partir desta crise e do colapso cambial na Rússia.

Quanto ao mercado de câmbio, nos momentos imediatamente anteriores ao ataque especulativo de 1999, alguns defendiam o alargamento das bandas cambiais enquanto outros sugeriam a adoção de um regime de câmbio flutuante.

Já Persaud (2001) afirma que ambos argumentos, defendidos por Rocha (2000) e Mona (2000), devem ser considerados. Para este autor, a aversão comum ao risco e as inconsistências macroeconômicas levaram, em conjunto, a crise cambial que viria a ser assistida no Brasil.

Como Araújo e Silveira (2002) demonstram, desde 1995 o Brasil era dependente de entrada de fluxos externos para contrabalançar o déficit da conta de transações correntes. Como esta entrada não ocorria em volume suficiente, este déficit se intensificava, e a desconfiança aumentava ainda mais diante de crises em outras economias emergentes. Giambiagi e Ronci (2004) apresentam que o déficit público em 1994 era de 30% do PIB e em 1998 já atingia mais de 55% do PIB. Estes dados que apontam para a confirmação da opinião de Persaud (2001), de que a crise cambial pela qual passamos não foi resultado apenas da

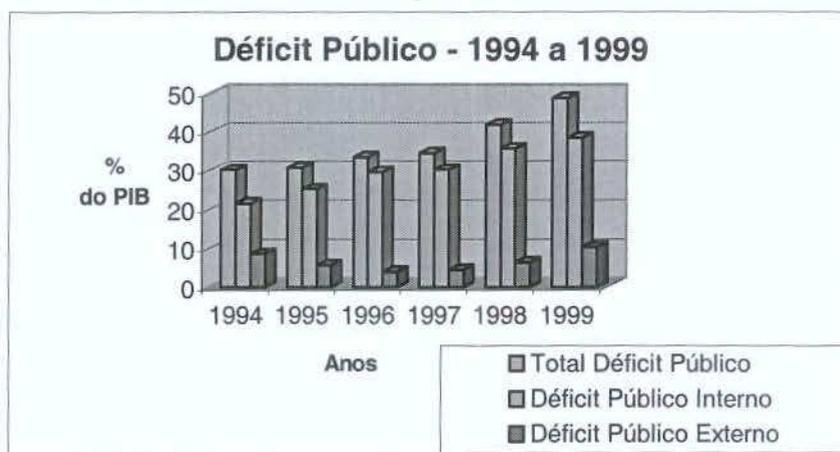
aversão internacional ao risco, mas também teve influências de fatores internos. Vejamos os dados abaixo:

**Tabela 9**  
**Déficit do Setor Público**  
**1994-1999**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Total Déficit Público</b>	<b>30</b>	<b>30,6</b>	<b>33,3</b>	<b>34,3</b>	<b>41,7</b>	<b>48,7</b>
Governo Federal	13	13,3	16	18,6	24,9	29,8
Estados e Municípios	9,9	10,7	11,5	12,9	14,2	16,2
Empresas Estatais	7,1	6,6	5,8	2,8	2,6	2,7
<b>Déficit Público Interno</b>	<b>21,5</b>	<b>25,1</b>	<b>29,4</b>	<b>30</b>	<b>35,5</b>	<b>38,4</b>
Governo Federal	6,7	9,8	14,4	16,7	20,8	21,9
Estados e Municípios	9,6	10,4	11,1	12,4	13,5	15,3
Empresas Estatais	5,2	4,9	3,9	0,9	1,2	1,2
<b>Déficit Público Externo</b>	<b>8,5</b>	<b>5,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>6,2</b>	<b>10,3</b>
Governo Federal	6,3	3,5	1,6	1,9	4,1	7,9
Estados e Municípios	0,3	0,3	0,4	0,5	0,7	0,9
Empresas Estatais	1,9	1,7	1,9	1,9	1,4	1,5

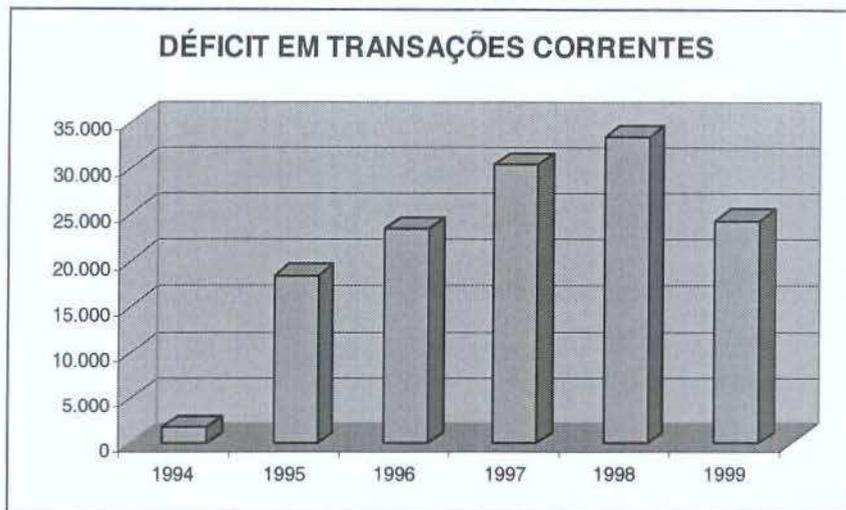
Fonte: Giambiagi e Ronci (2004)

**Gráfico 7**



Fonte: Giambiagi e Ronci (2004)

**Gráfico 8**  
**Balança de Transações Correntes**  
**1994 – 1999**



Fonte: <http://www.bc.gov.br>

Podemos perceber que o déficit público total, em % do PIB, veio crescendo continuamente desde 1994. Assim como o déficit público, a Balança de Transações Correntes também apresentou déficit crescente e atingiu níveis preocupantes nos anos de 1995 a 1998. A partir de 1999, quando o câmbio deixou de estar artificialmente valorizado, foi possível diminuir, ainda que de forma tímida, tais níveis. Giambiagi e Ronci afirmam que apenas após a crise cambial brasileira e a mudança do regime cambial em janeiro de 1999 foi possível criar um clima político propício para um aperto na política fiscal. O setor externo, a artificialidade da taxa de câmbio e o grave cenário interno foram os fatores que permitiram a crise cambial a que viemos assistir.

Diante dos fatos ocorridos, Farhi (2004) coloca em pauta a divisão dos economistas: muitos acreditavam que alterações no regime cambial deveriam ocorrer imediatamente (fins de 1998); enquanto outros defendiam que se deveria aguardar por uma maior calma por parte dos mercados, abalados com crise asiática. Já o Banco Central acreditava que o país possuía credibilidade suficiente para efetuar a correção do câmbio de maneira gradual, com o anúncio de um forte pacote fiscal e o aval e ajuda financeira do FMI. Este último, apesar de ser favorável à adoção do câmbio flutuante imediatamente, aceitou “banicar” esta aposta,

mas impôs uma série de condições que acabou por influenciar o governo na adoção do câmbio flutuante em janeiro de 1999.

Diante de tantas pressões, só restava uma alternativa: estabelecer a centralização do câmbio ou promover uma mudança de política cambial. No dia 13/01/1999, foi anunciada a saída do presidente do Banco Central, Gustavo Franco, e sua substituição interina por Francisco Lopes. O novo presidente anunciou o alargamento das bandas cambiais e também informou que estas bandas seriam alteradas a cada três dias úteis. Isso significou uma desvalorização de 8,24%. Como o mercado previa uma desvalorização entre 20% e 25%, houve uma saída em massa de capitais nos dias 13 e 14 de janeiro. O mercado já esperava uma maior desvalorização no momento do anúncio das próximas bandas ou a adoção do câmbio flutuante por parte do Banco Central. A grande crítica sobre esta medida foi que a desvalorização foi suficiente para o BC perder mais credibilidade com os investidores e insuficiente para ajustar a conta de transações correntes.

Finalmente, no dia 15/01/1999 o BC divulgou um comunicado de que não interviria no mercado de câmbio. A moeda americana fechou em R\$ 1,4659 e houve uma forte reação positiva do mercado a esta medida. O regime cambial de bandas estava extinto. Na segunda-feira, 18 de janeiro de 1999, o país adotava um regime de câmbio flutuante “sujo”, no qual o BC comprometia-se a intervir apenas com o objetivo de conter movimentos desordenados das taxas.

Nas próximas páginas, as tabelas 10 e 11 nos apresentarão as taxas de câmbio diárias, e crescentes para os meses de janeiro e fevereiro de 1999. Na Tabela 10, em janeiro, há cotações para as taxas de câmbio livre e flutuante. Já para fevereiro, na tabela 11, há apenas cotações para a taxa de câmbio flutuante, devido à mudança do regime cambial. Atentemos como há pressão altista nos últimos dias de cada mês, devido aos vencimentos dos contratos futuros de câmbio, que são remunerados pela taxa de câmbio do dia útil imediatamente anterior ao seu vencimento.

Segundo Farhi (2004), há um outro fator importante para o *overshooting cambial* observado: a não intervenção do Banco Central que, agindo de maneira ortodoxa, permitiu uma forte alta da taxa de câmbio. Além disso, a alta da taxa de juros abaixo do valor esperado pelo mercado e recomendado pelo FMI demonstrou uma fraqueza por parte do Banco Central. Durante o mês de fevereiro a taxa de câmbio mostrou certa tranqüilidade, exceto pelos últimos dias deste mês (conforme tabela 10), devido aos novos vencimentos de contratos do mercado futuro no qual o BC estava com posição vendida elevada, e pelos primeiros dias de março, antes da posse oficial do novo presidente do Banco Central, Armínio Fraga Neto, em 4 de março.

**Tabela 10**  
**Taxas de Câmbio – Janeiro de 1999**

Data	Livre		Flutuante	
	Compra	Venda	Compra	Venda
04/01/1999	1,207	1,2078	1,2087	1,2095
05/01/1999	1,2077	1,2085	1,2092	1,21
06/01/1999	1,2088	1,2096	1,2102	1,211
07/01/1999	1,2093	1,2101	1,2104	1,2112
08/01/1999	1,2096	1,2104	1,2106	1,2114
11/01/1999	1,2101	1,2109	1,2115	1,2123
12/01/1999	1,2106	1,2114	1,2117	1,2125
13/01/1999	1,3185	1,3193	1,3196	1,3204
14/01/1999	1,3186	1,3194	1,3196	1,3204
15/01/1999	1,4651	1,4659	1,4526	1,4534
18/01/1999	1,5376	1,5384	1,5387	1,5395
19/01/1999	1,5572	1,558	1,5797	1,5805
20/01/1999	1,5727	1,5735	1,6086	1,6094
21/01/1999	1,6594	1,6602	1,7193	1,7201
22/01/1999	1,7041	1,7049	1,7925	1,7933
25/01/1999	1,7598	1,7606	1,7828	1,7836
26/01/1999	1,8762	1,877	1,8938	1,8946
27/01/1999	1,8878	1,8886	1,9027	1,9035
28/01/1999	1,9198	1,9206	1,9334	1,9342
29/01/1999	1,9824	1,9832	1,9981	1,9989

<sup>1/</sup> - Taxa = moeda contra Real

<sup>4/</sup> - Fechamento Ptax calculada pelo Banco Central do Brasil.

Fonte: <http://www.bc.gov.br>

**Tabela 11**  
**Taxas de Câmbio – Fevereiro de 1999**

Data	Taxa	
	Compra	Venda
01/02/1999	1,963	1,9638
02/02/1999	1,7972	1,798
03/02/1999	1,7701	1,7709
04/02/1999	1,8132	1,814
05/02/1999	1,8309	1,8317
08/02/1999	1,8601	1,8609
09/02/1999	1,9325	1,9333
10/02/1999	1,8945	1,8953
11/02/1999	1,886	1,8868
12/02/1999	1,8976	1,8984
17/02/1999	1,9171	1,9179
18/02/1999	1,9021	1,9029
19/02/1999	1,92	1,9208
22/02/1999	1,9348	1,9356
<b>23/02/1999</b>	<b>2,012</b>	<b>2,0128</b>
<b>24/02/1999</b>	<b>2,0025</b>	<b>2,0033</b>
<b>25/02/1999</b>	<b>2,0343</b>	<b>2,0351</b>
<b>26/02/1999</b>	<b>2,064</b>	<b>2,0648</b>

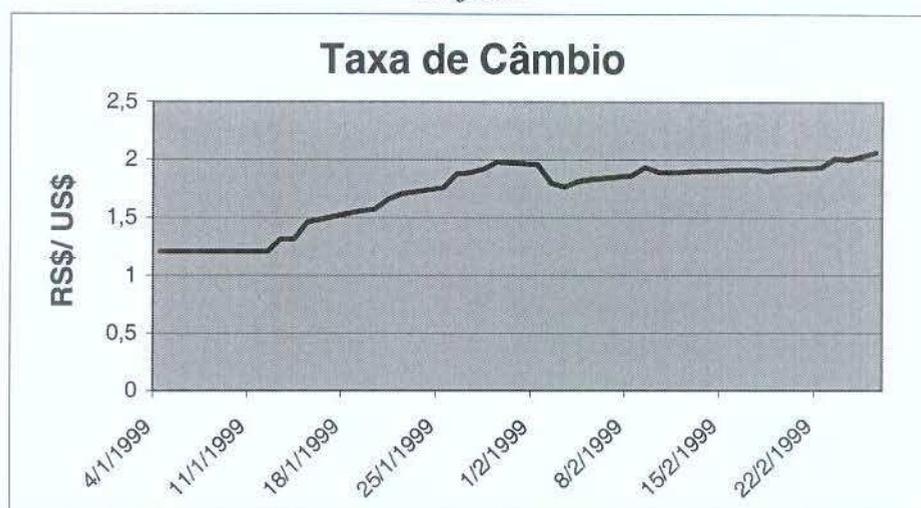
Taxa = Taxa média ponderada dos negócios realizados no mercado interbancário de câmbio com liquidação em dois dias úteis, calculada pelo Banco Central do Brasil, conforme Comunicado N. 6815/99.

*Fonte: <http://www.bc.gov.br>*

O gráfico 9 ilustra bem o “overshooting” ocorrido principalmente entre 14 de janeiro, data da mudança do regime cambial, e o final do mês de janeiro. Ao final do mês de fevereiro, mais uma súbita alta pode ser observada. Como dito anteriormente, parte desta alta deveu-se aos vencimentos das posições compradas<sup>4</sup> de contratos futuros de câmbio no início de março, cujos rendimentos estavam atrelados à taxa de câmbio do último dia útil do mês de fevereiro. Assim, a pressão altista no final de cada período era uma tentativa, bem sucedida como observamos, de aumentar o “ganho” destes investidores.

<sup>4</sup> O termo “posições compradas” refere-se às posições dos agentes que compram contratos futuros de câmbio com o intuito de se protegerem contra uma desvalorização cambial. Nesta posição, o agente receberá em reais o valor em dólar de seus contratos financeiros adquiridos. O inverso são “posições vendidas”, que se refere às

Gráfico 9



Fonte: <http://www.bc.gov.br>

A despeito dos fatos ocorridos no início de 1999, Farhi (2004a) argumenta que a adoção do câmbio flutuante, num ambiente de livre mobilidade de capitais, não alterou a situação de vulnerabilidade externa do país. O desequilíbrio nas transações correntes e um elevado passivo externo (de curto, médio e longo prazos) continuaram a ser realidade. Deste modo, em relação à Balança Comercial, a expectativa de muitos foi frustrada, pois ainda houve déficit em 1999. Neste ano houve um saldo negativo de US\$ 1,2 bilhão contra um déficit de US\$ 6,6 bilhões em 1998.

Logo após a mudança do regime cambial em janeiro de 1999, semelhante ao ocorrido durante as crises Asiática e Russa, observamos um aumento da aversão ao risco, com os capitais se tornando mais seletivos e sensíveis ao risco. Poderemos observar que a partir deste momento as reservas internacionais permanecerão até 2003 em níveis bem abaixo dos observados nos anos anteriores.

Como tentativa de evitar um efeito inflacionário da desvalorização da taxa de câmbio sobre os preços da economia, em junho de 1999 o Banco Central do Brasil, através do Decreto Presidencial nº 3088, implementou no Brasil o regime de metas de inflação.<sup>5</sup>

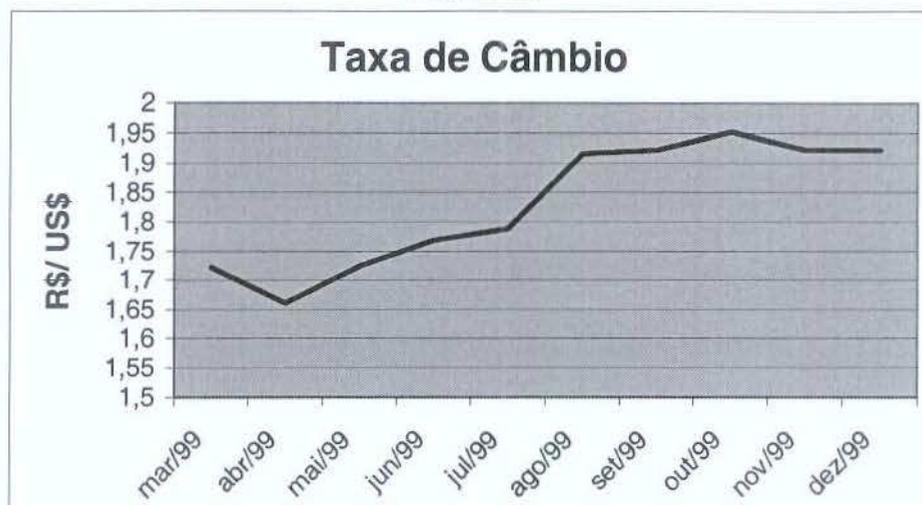
---

posições daqueles agentes que deverão pagar em reais o valor em dólar dos contratos financeiros que venderam.

<sup>5</sup> Eichengreen (2002) define regime de metas da seguinte forma:

Abaixo, o gráfico nos mostra que houve uma gradual desvalorização do câmbio no período compreendido entre março e dezembro de 1999, diferentemente da grande desvalorização observada nos dois primeiros meses daquele ano. Este movimento representou o ajuste de mercado de câmbio à realidade brasileira, demonstrando que o câmbio estava realmente valorizado no regime de bandas.

*Gráfico 10*



Fonte: <http://www.bc.gov.br>

“Regime de metas de inflação é uma forma de condução da política monetária utilizando-se de quatro elementos:

- 1) um compromisso institucionalizado de que a estabilidade de preços seja o objetivo principal da política monetária;
- 2) mecanismos que permitam ao Banco Central a mensuração do alcance ou não de seus objetivos;
- 3) o anúncio público das metas de inflação;
- 4) uma política de comunicação entre Banco Central e público em geral a respeito das decisões tomadas pelo Banco Central e razões destas.”

O autor argumenta que este regime diminui riscos e impõe custos aos Bancos Centrais que se comportarem de maneira incompetente ou oportunista. O anúncio das metas de inflação e a articulação das bases de tomada de decisões por parte do Banco Central permitiram que este regime funcionasse de maneira satisfatória, pela opinião de alguns economistas.

Adicionalmente, tomando como base o trabalho de Calvo e Reinhart “Fear of Floating”, Eichengreen acredita que choques de preços de produtos importados, devido às alterações abruptas na taxa de câmbio, tendem a trazer efeitos mais nefastos em países de economia emergente do que nos países centrais, principalmente em razão da memória inflacionária de economias que até pouco tempo operavam com preços indexados. Assim, um choque como esse poderia provocar novamente um alastramento da inflação, fato que é agravado se não houver um compromisso forte com a estabilidade de preços.

Ele cita três razões pela qual acredita que a implantação de um regime de metas de inflação é muito difícil em países de economia emergente:

- 1) são economias abertas;
- 2) os passivos estão dolarizados;
- 3) falta credibilidade à autoridade monetária.

A abertura expõe a economia desses países a distúrbios externos.

Agora vejamos o movimento das reservas internacionais:

**Tabela 12 – Reservas Internacionais**

Mês	Liquidez	Mês	Liquidez
jan/99	36,14	jul/99	42,16
fev/99	35,46	ago/99	41,92
mar/99	33,85	set/99	42,56
abr/99	44,32	out/99	40,05
mai/99	44,31	nov/99	42,18
jun/99	41,35	dez/99	36,34

Fonte: <http://www.bc.gov.br>

Na tabela 12, podemos observar que, após a adoção do câmbio flutuante, as reservas internacionais não retornaram para a casa dos US\$ 70 bilhões como observado em 1998. Este é um dos indicadores de que houve um aumento da aversão ao risco que afetou o fluxo de dólares para o país. Fator que manteve o país com alto grau de vulnerabilidade externa frente a possíveis crises econômicas.

**Tabela 13**  
**BM&F: Contratos Negociados**  
**1999**

Valores Financeiros							
	Ouro	Índice de Ações	Taxas de juro	Taxas de câmbio	Títulos da dívida externa	Swaps	Opções flexíveis
Janeiro	42.974	474.884	1.762.178	924.150	413	666.350	66.986
Fevereiro	22.910	292.512	1.222.350	476.521	15	610.513	27.643
Marco	35.386	402.627	1.832.015	1.097.416	340	946.795	114.672
Abril	17.732	499.968	1.662.839	867.653	292	647.629	45.352
Mai	40.356	595.252	2.547.619	1.020.530	377	688.109	86.154
Junho	19.543	481.525	2.030.581	1.058.214	345	1.625.489	110.819
Julho	32.256	369.642	2.137.117	1.100.952	18	747.594	67.685
Agosto	14.875	527.732	2.404.973	1.428.776	213	1.008.089	106.055
Setembro	52.356	454.952	2.247.982	1.152.913	281	1.250.661	127.941
Outubro	20.095	396.501	2.271.745	1.110.026	191	1.196.651	125.264
Novembro	98.676	547.672	2.906.800	911.829	207	962.169	98.215
Dezembro	67.428	534.881	2.264.022	1.014.912	28	1.041.545	88.237

Fonte: BM&F

Em relação ao mercado de derivativos, conforme demonstram os volumes de contratos futuros negociados, o ano de 1999 foi marcado por um aumento significativo no volume negociado de contratos futuros de taxas de juros. Isto demonstra que havia grandes

incertezas sobre o rumo das taxas de juros. Já os contratos futuros de taxas de câmbio apresentaram uma redução nas negociações nos dois primeiros meses do ano em função dos bruscos reajustes que o câmbio vinha sofrendo. Nestes primeiros meses o mercado ainda não estava certo até que ponto a taxa de câmbio iria se desvalorizar e a maioria dos agentes preferiram não se arriscar. A partir de março o volume de negócios com estes contratos e com os swaps voltou a crescer. Com a adoção do regime cambial flutuante, os contratos de derivativos de taxa de câmbio passaram a ter novo papel muito importante: o de fornecer proteção contra as variações cambiais do novo regime de câmbio flutuante.

Conforme pudemos observar no gráfico 6 apresentado no tópico anterior, os volumes financeiros negociados em 1999 de contratos indexados a taxa de câmbio e a taxa de juros foram caracterizados por uma menor volatilidade quando comparados aos anos imediatamente anteriores. Isto porque agora os grandes volumes de capitais especulativos atraídos pelas incertezas das crises estavam presentes em menor teor. Vale ressaltar que os valores do gráfico 5 estão em dólares de modo que, como o Real apresentou uma tendência de desvalorização frente ao Dólar durante todo o ano, os volumes negociados destes contratos, quando visto em Reais, apresentaram crescimento constante.

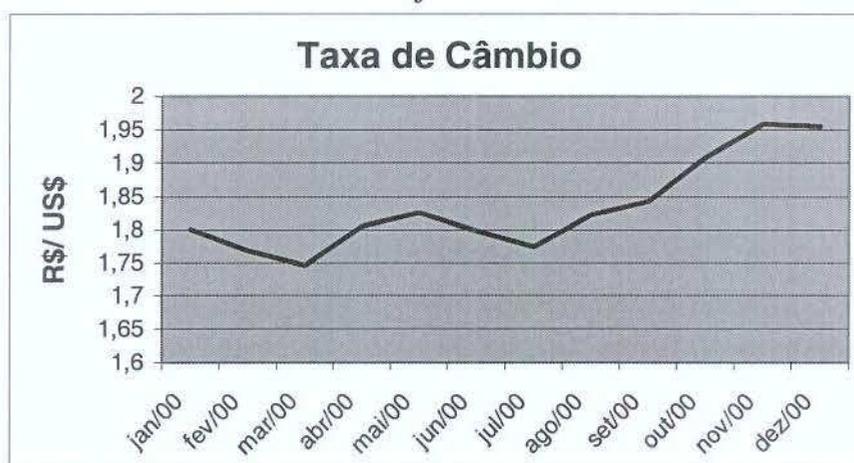
No ano de 1999, as operações da BM&F estavam configuradas da seguinte forma em relação ao volume financeiro de contratos negociados: 54,38% eram contratos ligados à taxa de juros, 26,82% à taxa de câmbio, 12,27% eram swaps, 0,21% eram contratos agropecuários e 0,02% eram contratos indexados ao ouro. Este ano apresentou uma reversão na tendência até então observada: a partir deste ano a participação dos contratos indexados a taxa de câmbio no volume financeiro total passou a se reduzir, em contraposição com o aumento da participação dos contratos indexados a taxa de juros.

### 3.2 “Respiro” econômico de 2000

Nos anos seguintes, quanto ao desempenho interno de nossa economia, observamos o seguinte: o ano de 2000 foi caracterizado como o ano do “respiro” econômico. Araújo e Silveira (2002) afirmam que neste ano não houve significativa mudança em termos de balança comercial e que o câmbio oscilou muito pouco a maior parte do ano. Tudo isso permitiu um financiamento da conta corrente com certa facilidade.

No gráfico 11 podemos observar que durante todo o ano de 2000 o câmbio oscilou pouco, ficando entre R\$ 1,75 e R\$ 1,83 entre janeiro e setembro. A taxa de juros caiu, assim como o desemprego e houve crescimento econômico (cerca de 3% do PIB) naquele ano. A maior depreciação iniciou-se após setembro, reflexo na economia brasileira das incertezas que rondavam a Argentina. Como resultado destas incertezas, o câmbio iniciou uma trajetória de desvalorização gradual e terminou o ano 20% desvalorizado (gráfico 10). Como a taxa de inflação fechou em cerca de 7%, houve relativa depreciação real da taxa de câmbio.

Gráfico 11



Fonte: <http://www.bc.gov.br>

No mercado de derivativos, no segundo ano da nova realidade do regime de câmbio flutuante, podemos observar que o volume negociado de contratos de taxas de juros e taxas de câmbio continuou crescente. Este crescimento, como já colocado, ilustra a nova demanda por estes instrumentos, agora não mais utilizados apenas para alavancar posições ou para tomar posições especulativas contra crises de confiança, mas também para proteger

os agentes contras a variação dos preços dos ativos financeiros e para especular diante da maior volatilidade do câmbio. Podemos notar que os picos de negócios fechados ficaram após setembro de 2000, já por conta das incertezas trazidas por uma possível crise Argentina.

**Tabela 14**  
**BM&F: Contratos Negociados**  
**2000**

	Ouro	Índice de Ações	Taxas de juro	Taxas de câmbio	Títulos da dívida externa	Swaps	Opções flexíveis
<b>Janeiro</b>	43.092	578.161	2.260.115	1.144.806	541	707.228	32.636
<b>Fevereiro</b>	14.489	728.704	2.641.599	1.507.306	93	1.070.292	47.284
<b>Marco</b>	40.261	572.734	2.228.443	1.650.365	355	1.229.496	69.910
<b>Abril</b>	10.493	601.378	3.468.061	1.835.059	1	1.073.587	33.220
<b>Maio</b>	28.354	587.384	3.988.620	2.047.498	29	1.165.791	44.358
<b>Junho</b>	9.223	519.989	3.533.074	1.691.983	268	1.134.282	78.978
<b>Julho</b>	20.302	493.462	3.863.372	1.836.303	104	950.357	45.867
<b>Agosto</b>	4.831	661.953	4.861.604	2.075.381	365	514.886	54.053
<b>Setembro</b>	21.701	497.599	3.979.938	1.729.151	366	254.789	35.454
<b>Outubro</b>	8.917	757.385	5.210.907	2.276.376	114	252.715	29.992
<b>Novembro</b>	39.720	519.748	4.641.622	2.267.950	15	291.452	40.556
<b>Dezembro</b>	9.257	490.088	3.176.342	1.550.176	349	328.738	63.299

Fonte: BM&F

Após recuperação econômica verificada no ano 2000, o Brasil voltou a apresentar sinais de vulnerabilidade em 2001, explicitados pelos escândalos contábeis corporativos nos Estados Unidos, crise da Argentina e, sobretudo, a crise energética.

### 3.3 Crise Energética

Em maio de 2001 foi anunciada a crise energética e, posteriormente, divulgado as medidas de racionamento de energia. Estes acontecimentos geraram um debate generalizado na sociedade sobre as causas do problema e seus impactos sobre a vida das pessoas em geral, dos trabalhadores em particular, e sobre o desempenho futuro da economia, especialmente pelas conseqüências sobre a produção, a renda, o emprego e sobre o quadro de incerteza macroeconômica já presente na economia brasileira.

De acordo com especialistas, a crise energética que o país enfrentou em 2001 não foi causada apenas pela falta de chuva, mas pela soma de quatro fatores principais:

- 1) A queda dos investimentos do governo no setor, que até a década de 80 recebia em média US\$ 13 bilhões e que nos anos 90 passou a receber apenas US\$ 7 bilhões, ou seja, os investimentos em geração no Brasil não acompanharam o crescimento da demanda;
- 2) Aumento da demanda - o Brasil, sendo um país em desenvolvimento, registrou um crescimento de 4,5% em 2001. Mas o crescimento da capacidade de geração não foi proporcional, ou seja, o Brasil passou a gastar mais energia mas a produção não cresceu no mesmo ritmo, aumentando os riscos de faltar energia;
- 3) Dependência de usinas hidrelétricas e de linhas de transmissão - a dependência do Brasil em relação às usinas hidrelétricas é um fator agravante da crise, pois elas respondem por quase a totalidade da energia consumida no país;
- 4) Clima - com a falta de investimentos na ampliação do parque gerador, as reservas de água das usinas em operação foram utilizadas de forma intensiva, reduzindo os níveis de armazenamento dos reservatórios. Isso aumentou a dependência por índices de chuva mais altos para recompor o volume de água dos reservatórios. Em abril de 2001, já no fim do período chuvoso, os reservatórios deveriam estar cheios, mas o armazenamento médio das represas foi de pouco mais de 30%.

Como temos visto neste trabalho, mesmo antes da explicitação da crise do fornecimento de energia, as incertezas sobre o fechamento do balanço de pagamentos já estavam presentes. Com esta crise estrutural, as turbulências econômico-financeiras da Argentina e o quadro de desaceleração da economia internacional tornaram mais difícil garantir o fluxo de capital necessário para equilibrar as contas externas. A crise energética auxiliou no agravamento deste quadro de dificuldades na medida em que, enquanto prevaleceram as incertezas sobre a profundidade e a duração da crise, muitas decisões internas de investimento (a não ser aquelas que implicassem a aceleração de processos de economia de energia ou as voltadas diretamente à produção de energia) foram suspensas ou adiadas.

O mesmo comportamento pôde ser observado nos investidores internacionais que operam com maior variedade de possibilidades quanto à localização espacial dos investimentos. A crise de energia, ao explicitar uma carência de infra-estrutura por parte do país, funcionou como um alerta de risco aos investidores internacionais, piorando sobremaneira a imagem do Brasil junto aos investidores internacionais. Estes ficaram mais reticentes quanto a aqui aportarem seus recursos, especialmente no que se refere aos investimentos externos diretos, e deixaram a economia brasileira mais dependente de capitais especulativos, que operam no curto prazo e são atraídos por diferenciais de rentabilidade maiores.

O ano de 2001 também não foi um dos melhores para o mercado internacional<sup>6</sup>. De acordo com o “Annual Report” divulgado pela Organização Mundial do Comércio (OMC), o crescimento do produto e do comércio mundiais em 2001 ficou muito abaixo do esperado, com grande contraste em relação ao ano de 2000, quando houve crescimento a taxas recordes. O PIB global cresceu pouco mais de 1% em 2001 (o menor crescimento em mais de vinte anos), tendo crescido mais de 2% em praticamente todos os anos da década de 1990. O volume de exportações de mercadorias teve queda de 1% em 2001, após ter crescido 11% em 2000 (o maior crescimento registrado nos últimos dez anos) e com crescimento superior a 4% nos anos da referida década.

Dessa forma, os fatores exógenos pós-2000 destacados anteriormente conduziram a uma retração do financiamento externo de longo prazo, dos investimentos diretos e dos investimentos em carteira. Visando contornar esse problema de evasão de divisas, o governo manteve alta a taxa básica de juros da economia, o que influenciou negativamente a atividade econômica (a economia apresentou crescimento de apenas 1,3% naquele ano).

---

<sup>6</sup> A OMC atribuiu este mau desempenho da economia mundial a três fatores: o rompimento da “bolha” que existia no mercado de ações das firmas de tecnologia da informação, a queda da atividade na Europa ocidental (evento iniciado previamente à recessão norte-americana) e, com menor importância, o 11 de setembro. Mas o fato mais destacado pela Organização é que, ao contrário do período 1998-2000, a redução da atividade econômica e, principalmente, dos fluxos de comércio, foi simultânea nas três maiores economias (EUA, Japão e União Européia), a partir do terceiro trimestre de 2000. No período de 1998 a 2000, as importações dos EUA e da União Européia continuaram em rápida expansão a despeito da forte redução de suas exportações, o que contribuiu para a recuperação das economias asiáticas ainda combatidas pelos desdobramentos da crise de 1997.

### 3.4 Crise da Argentina

A partir de meados de 2001 e início de 2002, a Argentina foi a “bola da vez”, ou seja, enfrentou um forte ataque especulativo contra sua moeda. A fragilidade e fatores que propiciaram tal crise à Argentina remontam do início de seu antigo regime cambial, em 1991<sup>7</sup>.

Depois de uma década de crescimento, e passando ileso pela crise asiática e russa, foi a vez da economia Argentina entrar em crise. Os autores citam quatro fatores para isto:

- 1) deterioração nos termos de troca;
- 2) uma contínua apreciação da taxa de câmbio, sobretudo após a desvalorização do real em 1999;
- 3) uma fuga de capitais contínua após a moratória russa em 1998;
- 4) uma melhora contínua de atratividade da Nasdaq após um declínio no início do ano 2000.

Em adição a tudo isso, Corbacho, Garcia-Escribano e Inchauste (2003) também afirmam que havia vários fatores internos que amplificaram os efeitos dos choques externos. Um destes fatores foi o déficit público que cresceu quase que continuamente entre 1993 e 2002.

A partir do final do ano 2000, este quadro econômico aliado aos fatores externos desfavoráveis fez com que os investidores temessem uma moratória da Argentina. Este foi o início da crise. Houve maciça saída de capitais, o “risco país” da Argentina alcançou patamares astronômicos, depósitos bancários foram congelados e até mesmo o presidente Fernando De la Rúa renunciou. A Argentina finalmente abandonou o regime de câmbio

---

<sup>7</sup> Corbacho, Garcia-Escribano e Inchauste (2003) mostram que em 1991 a Argentina adotou um regime de Currency Board, com a paridade de um peso por dólar americano, após dois anos de grande inflação, em 1989 e 1990, e que em menos de cinco anos sua inflação já estava abaixo de 5%. No início do regime Currency Board, os fluxos de capital internacional foram enormes, levando a um “boom” de crédito e consumo, e os impactos sobre o produto interno bruto foram positivos. Mas este mesmo regime que trouxe ótimos resultados no início seria, anos depois, apresentado como um dos responsáveis pela maior crise econômica já enfrentada pela Argentina.

fixo em janeiro de 2002, mas os impactos desta crise foram arrasadores. O PIB caiu cerca de 15% em 2002, o nível de pobreza subiu de 38% para 53% entre outubro de 2001 e maio de 2002.

No início do deflagrar da crise (meados de junho de 2001), haviam diversas desconfianças de que o “efeito tango” pudesse contaminar o país. Diversos fatores contribuíam para estas desconfianças, dos quais podemos citar<sup>8</sup>:

- com a criação do Mercosul, as relações econômicas com a Argentina, maior parceiro do Brasil no bloco, cresciam continuamente;
- a Argentina era o segundo maior mercado mundial para os produtos brasileiros, respondendo por 11% do total de exportações nacionais. O Brasil era o maior mercado para os produtos da Argentina, comprando 25% das exportações argentinas;
- 94% das exportações brasileiras para a Argentina eram de produtos industrializados. Para a maioria dos outros países, a participação de industrializados era menor;
- Na década de 1990, 3 de cada 10 veículos exportados pelo Brasil foram para os argentinos. Para a Argentina, o mercado brasileiro era ainda mais importante. Em 2000, 4 de cada 10 veículos exportados pelos argentinos vieram para o Brasil;
- Nos anos 1990, o comércio entre Brasil e Argentina cresceu sete vezes, até atingir o patamar de 14,8 bilhões de dólares em 1997. No ano 2000, caiu para 13 bilhões de dólares.

A possibilidade de uma desvalorização do peso e uma conseqüente contaminação da crise argentina no Brasil dividiam os economistas. Gustavo Franco, ex-Presidente do Banco Central, dizia:

“A possibilidade de desvalorização é remota. A Argentina vem resistindo. É mais provável que se decreta moratória para evitar a desvalorização cambial. Os brasileiros estão dando importância demasiada à crise econômica argentina...” (Revista Veja, 18/07/2001).

Já Paul Singer, Professor de Economia da USP, discordava:

“Não será nada surpreendente se a Argentina desvalorizar o câmbio. O primeiro passo já foi dado com a criação do câmbio especial para o comércio exterior. Poderá ocorrer a qualquer momento. Logo após a desvalorização do peso haverá uma pressão sobre o câmbio e a taxa de juros no Brasil, mas com o tempo a situação se acalmará. Com o câmbio flutuante, a cotação do peso em relação ao dólar deverá ficar próxima à cotação do real em relação ao dólar”. (Revista Veja, 18/07/2001).

O tempo provou que este último estava correto. Houve certa pressão inicial sobre o Real, mas após alguns meses o mercado se acalmou. Conforme veremos adiante, o maior impacto da crise Argentina no câmbio brasileiro ocorreu no segundo semestre de 2001 exatamente por conta das incertezas sobre o grau com que o efeito contágio da crise Argentina pudesse atingir o Brasil.

Conforme podemos observar no gráfico 12, a tendência de uma depreciação mais acentuada do câmbio iniciada em 2000 continuou em 2001. Em agosto de 2001, diante dos fatores desestabilizadores internos (crise energética) e externos (mercado internacional desfavorável e crise da Argentina), o Brasil foi mais uma vez obrigado a procurar o FMI e, apesar do suporte adicional negociado de US\$ 15 bilhões<sup>9</sup>, não houve total estabilidade do câmbio. Este continuou sua trajetória de depreciação até outubro, acumulando uma desvalorização da ordem de 36% entre janeiro de setembro de 2001 (gráfico 11). As desvalorizações mais acentuadas ocorreram no 3º trimestre como reflexo do medo da deterioração da economia interna devido a crise energética e também dos potenciais impactos que a crise argentina poderia causar no Brasil. Apesar deste movimento mais acentuado neste período, a desvalorização foi logo revertida no 4º trimestre com a forte

---

8 Fonte: Revista Veja, 18 de julho de 2001

9 A ajuda de US\$ 15 bilhões representou 400% a quota brasileira no FMI sendo que 25% do empréstimo foi na modalidade "stand by" e 75% na modalidade de uma "Supplementary Reserve Facility".

intervenção do Banco Central<sup>10</sup>, oferecendo títulos corrigidos pela variação cambial, e por conta da ajuda negociada com o FMI. Em fins de 2001 o Brasil parecia se descolar do “efeito tango”, sendo cada vez menos afetado pelas turbulências do país vizinho, com queda do dólar, risco-país em declínio e altos superávits comerciais.

Gráfico 12



Fonte: <http://www.bc.gov.br>

Tabela 15 – Reservas Internacionais – US\$ Bilhões

Mês	Liquidez	Mês	Liquidez
jan/01	35,60	jul/01	35,55
fev/01	35,41	ago/01	36,30
mar/01	34,41	set/01	40,05
abr/01	34,65	out/01	37,49
mai/01	35,46	nov/01	37,23
jun/01	37,32	dez/01	35,87

Fonte: <http://www.bc.gov.br>

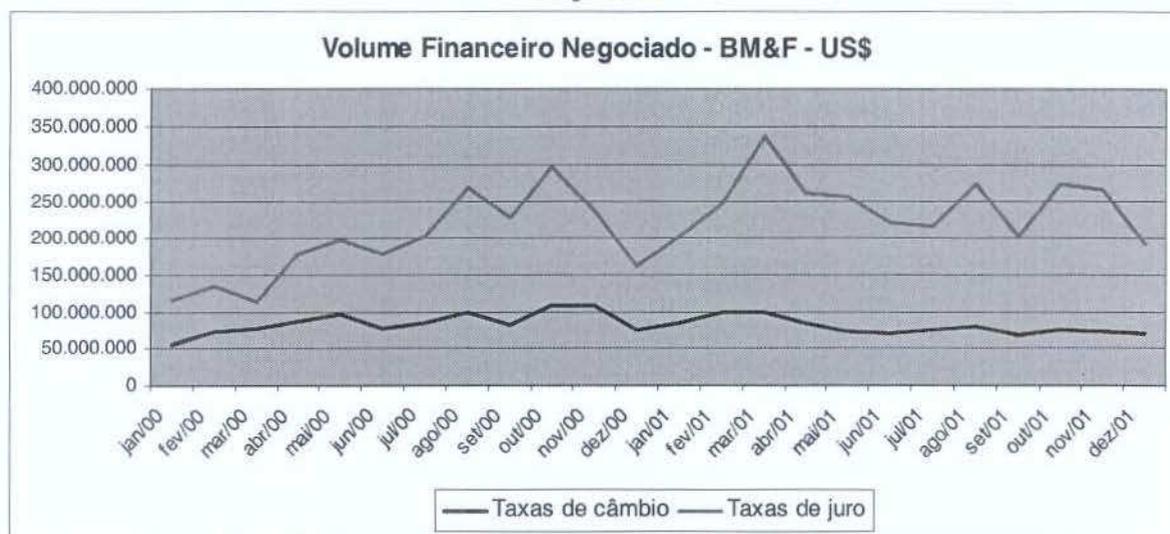
Em relação às reservas internacionais, o ano de 2001 representou um ano tranquilo graças ao novo acordo firmado com o FMI e também em função do câmbio flutuante que passou a absorver a maior parte dos impactos das crises na economia do país. As reservas

<sup>10</sup> Entre os instrumentos à disposição do BC, o mais importante é o que foi utilizado neste período: a venda de títulos corrigidos pela variação cambial. Além de oferecer proteção contra uma desvalorização excessiva do real, os títulos retiram reais do mercado, reduzindo a capacidade de compra de dólares. Com estas vendas no segundo semestre de 2002, a participação desses títulos no total da dívida mobiliária começou a se aproximar do nível de 30% que vigorou em 98 após a crise russa. Além deste instrumento, o BC também dispõe da possibilidade de vender dólares diretamente. Outros instrumentos tradicionais como o aumento dos juros e o aumento dos recolhimentos compulsórios dos bancos sobre depósitos à vista (conta corrente) têm um efeito positivo no controle da taxa de câmbio mas também atuam freando ainda mais a já combatida atividade econômica.

praticamente não oscilaram como podemos ver na tabela 15. O aumento das reservas em setembro ficou por conta da entrada da primeira parcela de US\$ 4,6 bilhões concedida pelo FMI.

Em relação ao mercado de derivativos da BM&F, podemos perceber no gráfico 13 que os anos de 2000 e 2001 foram marcados por uma maior volatilidade nos volumes negociados de contratos indexados a taxa de juros frente as incertezas trazidas pelos acontecimentos internos e externos. No início de 2001 foi lançado o FRA (Forward Rate Agreement)<sup>11</sup>, um novo contrato bastante solicitado pelo mercado que passou a permitir a negociação do cupom cambial limpo sem a distorção causada pela variação da taxa de câmbio do dia anterior. Em poucos meses estes contratos passaram a representar cerca de um terço dos volumes financeiros negociados no mercado de taxa de juros.

**Gráfico 13**



Fonte: BM&F

11 A BM&F define o cupom cambial como o diferencial entre a taxa de juro efetiva e a variação cambial, que são definidas como:

- a) a taxa de juro efetiva de Depósitos Interfinanceiros-DI, calculada a partir da acumulação das taxas médias diárias de DI de um dia, apuradas pela Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos-Cetip;
- b) a variação cambial, medida pela taxa de câmbio de reais por dólar dos Estados Unidos, para entrega pronta, contratada nos termos da Resolução 1690/90, do Conselho Monetário Nacional-CMN, apurada e divulgada pelo Banco Central do Brasil-Bacen.

O lançamento do FRA facilitou extremamente a negociação do cupom cambial, que antes era realizado através de duas operações opostas com o contrato futuro de DI.

No mercado de balcão, houve um aumento no volume de swaps negociados ocasionado pela maior oferta de swaps DI x Dólar Comercial pelo Banco Central para os agentes interessados em trocar suas posições em dólares, vulneráveis à depreciação do Real, por posições em reais indexadas a taxa DI (depósitos interbancários).

Seguindo a tendência iniciada em 1999, em 2001 a participação das operações no mercado de taxa de juros aumentou significativamente em oposição à queda das participações dos outros mercados no volume total negociado na BM&F. Neste ano as operações da BM&F estavam configuradas da seguinte forma em relação ao volume financeiro de contratos negociados: 71,46% eram contratos ligados à taxa de juros, 22,90% à taxa de câmbio, 2,36% eram swaps, 0,10% eram contratos agropecuários e 0,01% eram contratos indexados ao ouro.

### **3.5 “Efeito Lula” e os Escândalos Contábeis internacionais**

Em 2002, quando o mercado já havia percebido que o “efeito tango” não seria tão forte quanto esperado, até mesmo em função da ajuda do FMI, houve uma redução da agitação no mercado financeiro e a tendência de desvalorização do Real cedeu. Podemos observar que o início de 2002 foi marcado por uma ligeira valorização da moeda até o mês de abril.

A agitação no mercado de câmbio e em outros mercados de ativos financeiros volta com força total com a aproximação da eleição presidencial e o chamado “efeito Lula”, conforme podemos ver no gráfico 14.

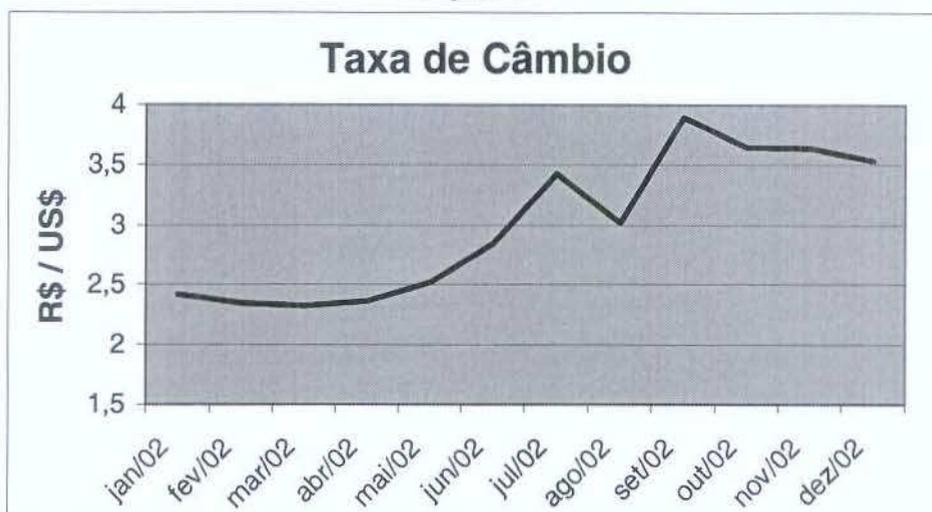
O “efeito Lula” iniciou-se em maio de 2002 com bancos, principalmente estrangeiros, revisando suas recomendações de investimentos no Brasil para baixo e com as agências internacionais rebaixando os papéis da dívida brasileira<sup>12</sup>, dando como motivo o

---

<sup>12</sup> O banco de investimentos Morgan Stanley e a corretora Merrill Lynch foram os primeiros a recomendar a seus clientes para comprar menor quantidade de papéis da dívida brasileira, dado o crescimento de Lula nas pesquisas. Depois veio o banco holandês ABN AMRO e, em seguida, o grupo espanhol Santander. O mais impressionante foi a afirmação do Santander, segundo noticiou a imprensa, de que

crescimento da candidatura de Lula à presidência. O discurso adotado pelos agentes internacionais foi que temiam que o PT adotasse uma política econômica que levasse à alta da inflação e ao descontrole das contas públicas.

Gráfico 14



Fonte: <http://www.bc.gov.br>

Na época, estas atitudes foram fortemente criticadas pelos políticos e analistas internos, que afirmavam ser muito cedo para uma definição eleitoral e que, mesmo que a oposição vencesse, esta não governaria sozinha. A composição política não permitiria mudanças tão drásticas quanto estes agentes internacionais estavam prevendo. Uma afirmação para imprensa em 3 de maio de 2002 do secretário de Relações Internacionais do PT, o deputado Aloízio Mercadante, caracteriza o que realmente estava ocorrendo: “o processo eleitoral brasileiro contaminou analistas que conhecem pouco a realidade brasileira”. O efeito de tais recomendações sobre o mercado financeiro nacional é óbvio, houve alta do dólar e do risco Brasil e quedas expressivas da bolsa de valores.

Com a proximidade das eleições presidenciais, a exaltação do mercado em relação a quem seria o próximo governante aumentou ainda mais. Com a constante aparição do candidato à presidência da oposição, Luis Inácio Lula da Silva, em primeiro lugar nas pesquisas

---

sua recomendação se baseou não no programa do candidato petista mas apenas seguia as recomendações dos outros três bancos. Puro comportamento de manada.

eleitorais, o pânico tomou conta do mercado. A despeito das promessas do candidato de que não haveria mudanças bruscas na economia, de que a inflação continuaria a ser perseguida e de que os contratos seriam cumpridos, houve saída de capitais, alta depreciação cambial e elevação do risco-país por parte de organismos internacionais, mesmo quando os indicadores econômicos do país apresentavam-se razoáveis. Para se ter uma idéia das incertezas geradas, em julho de 2002, 3 meses antes da eleição presidencial, o banco JP Morgan classificou o Brasil como o 2º país mais arriscado a se investir, atrás apenas da falida Argentina e a frente de países como Nigéria, Equador e Venezuela. A candidatura governista explorou a situação e acabou trazendo mais pânico ao mercado.

Frente à forte desvalorização do Real ocasionada pelo “efeito Lula”, em agosto de 2002, o governo brasileiro acabou decidindo por fechar o quarto acordo<sup>13</sup> com o FMI desde a implementação do plano Real. O acordo disponibilizou US\$ 30 bilhões que poderiam ser sacados a qualquer momento nos 15 meses subsequentes. Além disso, o FMI reduziu o piso das reservas brasileiras liberando outros US\$ 10 bilhões que poderiam ser utilizados pelo BC para interferir no mercado de câmbio. Conforme podemos notar no gráfico 14, o acordo trouxe a taxa de câmbio para baixo no mês de agosto mas não reduziu as incertezas em grau suficiente, pois o Real voltou a ser depreciado no mês seguinte (em setembro o câmbio fechou o mês com a histórica taxa de R\$3,89 / US\$1,00). Mesmo com a ajuda do FMI, estava ocorrendo um forte movimento de fuga de capitais por parte dos agentes que procuravam evitar perdas cambiais.

Apesar das turbulências do mercado, a oposição saiu vitoriosa na eleição. Com a promessa reafirmada de cumprimento de contratos e continuação da política econômica feita pelo presidente eleito, o mercado se acalmou, e, embora o câmbio tenha fechado o ano com significativa alta (mais de 50%), a tendência foi de baixa para os meses que se seguiram.

---

13 Os outros três acordos no período entre 1994 e 2002 foram:

- 1994 - O Brasil do presidente Itamar Franco renegocia a dívida externa e regulariza o crédito externo depois do lançamento do Real. O Ministro da Fazenda é Fernando Henrique Cardoso.

- 1998 - Crises na Ásia e na Rússia deixam o Brasil em situação vulnerável. O país negocia um pacote de socorro de US\$ 41 bilhões, com o FMI, o Banco Mundial, o BID e o Banco de Compensações Internacionais (BIS).

- 2001 - O FMI socorre novamente o Brasil com um pacote de US\$ 15 bilhões a serem utilizados até o mês de dezembro deste ano.

Além da eleição presidencial brasileira, outro fato que teve grande repercussão em 2002 foi os escândalos corporativos, que começaram a ser expostos em dezembro de 2001 com o pedido de concordata pela Enron<sup>14</sup>.

A falta de divulgação das informações financeiras sobre a empresa, prática difundida junto aos funcionários pelo próprio Kenneth Lay, então presidente da Enron, não incomodava o mercado americano porque a compra de suas ações sempre representava possibilidade de lucro. Com um faturamento anual de US\$ 100 bilhões de dólares, a Enron valia US\$ 64 bilhões de dólares em janeiro de 2001.

Surpreendentemente, no dia 2 de dezembro de 2001 a empresa pediu concordata. Dez dias depois, o Congresso americano começou a analisar a quebra do grupo, que apresentava em seu balanço uma dívida de US\$ 22 bilhões de dólares. A Arthur Andersen, quinta maior empresa de auditoria e consultoria do mundo, era a responsável por avaliar a contabilidade da Enron. Em meio ao processo de falência da Enron, a Arthur Andersen foi indiciada pelo Departamento de Justiça americano depois de ficar provado que havia autorizado a destruição de papéis relacionados aos contratos de parcerias em prestações de serviço, utilizados pelo grupo para esconder as dívidas e inflar os lucros. Foi o início do maior escândalo financeiro na história recente dos Estados Unidos que, em um efeito dominó, teve repercussão em todo o mundo. Veio a tona, após o caso Enron, alguns outros como Xerox e WorldCom. Esses escândalos contábeis megacorporativos trouxeram à tona a necessidade de uma maior transparência nas informações e uma mudança na postura de gestão das empresas.

---

14 Fundada em 1984 em Houston, no Texas, pelo economista Kenneth Lay, a Enron foi uma das companhias beneficiadas pela desregulamentação do mercado de energia dos Estados Unidos e pela alta dos preços em 2000, quando o custo da energia no mercado atacadista americano subiu de US\$ 32 para US\$ 317 dólares. Até o início de dezembro de 2001, a Enron era a sétima maior empresa dos Estados Unidos e uma das maiores companhias do setor de energia do mundo, com negócios em mais de 40 países. No Brasil, no mesmo período, o grupo mantinha participações na CEG/CEGRio, no Gasoduto Brasil/Bolívia, na Usina Termoelétrica de Cuiabá, na Eletrobrás, na Gaspart e na Elektro Eletricidade e Serviços.

O impacto imediato destes escândalos na economia brasileira foi pequeno e praticamente não apresentou influência no câmbio. Contudo, a tese da necessidade de leis mais claras e aplicáveis, necessidade de combate à corrupção e desburocratização de vários setores reforçou-se a partir de então. Este foi, com certeza, mais um acontecimento que influenciou na intensificação da aversão internacional ao risco e tornou os capitais ainda mais seletivos para os países emergentes (Prates, 2003).

**Tabela 16 – Reservas Internacionais – US\$ Bilhões**

Mês	Liquidez	Mês	Liquidez
Jan/02	36,17	jul/02	39,06
Fev/02	35,91	ago/02	37,64
Mar/02	36,72	set/02	38,38
Abr/02	33,01	out/02	35,86
mai/02	32,89	nov/02	35,59
Jun/02	42,00	dez/02	37,82

Fonte: <http://www.bc.gov.br>

Apesar da taxa de câmbio ter se mostrado bastante instável a partir do 2º semestre de 2002 devido à eleição presidencial, as reservas internacionais, por outro lado, foram menos influenciadas, apresentando apenas uma pequena queda no 2º semestre. Esta queda nas reservas também ocorreu como reflexo das incertezas criadas principalmente pela eleição. Isso mostra que, diferente dos anos anteriores a 1999 e conforme observado em 2001, o câmbio flutuante estava funcionando como esperado na absorção de quase toda pressão gerada pelas incertezas, deixando as reservas internacionais praticamente constantes.

**Tabela 17 - Outros Indicadores Econômicos**

	Variação do PIB (%)	IGP-DI 12 meses
2001	1,3	6
2002	1,9	7,5

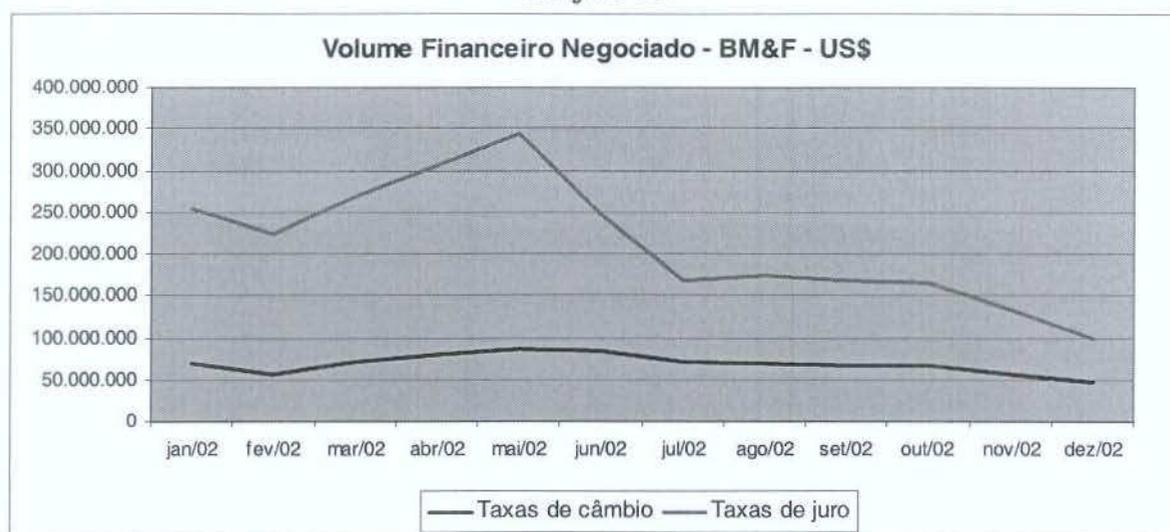
Fonte: <http://www.bc.gov.br>

Quanto ao repasse aos preços, apesar de o Brasil não ter atingido a meta de inflação desejada para os anos 2001 e 2002 (e, como veremos, em 2003 também não), Belaisch (2003) ressalta que a taxa de inflação verificada ficou abaixo da taxa de desvalorização

cambial. Além disso, Belaisch afirma que o efeito da desvalorização cambial sobre os preços no Brasil foi bem menor do que em outros países da América Latina.

No mercado de derivativos, a alta volatilidade da taxa de câmbio em 2002 fez com que a ponta DI do cupom cambial disparasse (saltou de 3,12%, para operações de um ano, no início do ano, para 38,7% no final de julho). Este fato, ao mesmo tempo em que tornou os contratos de FRA e swaps extremamente atrativos, fez com que o volume de operações aumentasse uma vez que se tornou lucrativo para os bancos tomar recursos no exterior para adquirir estes contratos com altas remunerações no Brasil. Apesar do quadro de grande volatilidade dos indicadores econômicos, a BM&F registrou um volume total 8% superior em termos de contratos negociados e movimentou uma base na média diária de R\$40,1 bilhões – 2,1% acima da média de 2001. Houve recuo apenas na comparação entre os volumes em dólares. Como o real se desvalorizou 52,3% diante do dólar no ano, o movimento financeiro, quando expresso em dólar, sofreu queda de 13,3% no seu volume total com relação a 2001.

*Gráfico 15*



Fonte: BM&F

Um importante instrumento financeiro autorizado pela BM&F em 2002 foi o contrato de swap de cupom cambial com ajuste periódico. Diante da crescente dificuldade de colocação de títulos cambiais pelo Tesouro e da forte demanda por hedge cambial do mercado, em

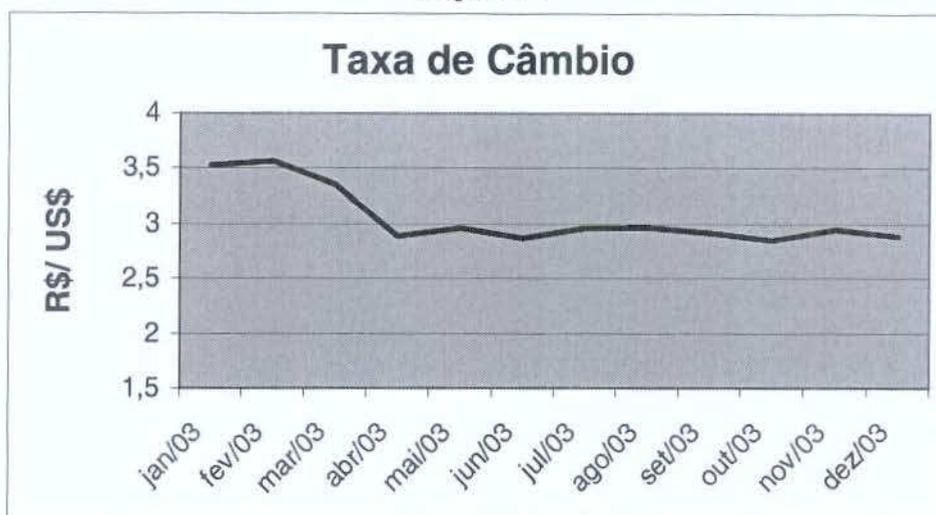
março a BM&F autorizou a negociação deste novo instrumento, com a participação do Banco Central do Brasil como agente doador de hedge. No período de abril a dezembro, houve uma movimentação de US\$37,5 bilhões com estes contratos.

Ao final de 2002, as operações da BM&F estavam configuradas da seguinte forma em relação ao volume financeiro de contratos negociados: 71,32% eram contratos ligados à taxa de juros, 22,93% à taxa de câmbio, 1,68% eram swaps, 0,11% eram contratos agropecuários e 0,01% eram contratos indexados ao ouro. Isto mostra que a distribuição das operações alcançada em 2001 continuava presente neste ano.

A performance do volume financeiro dos contratos indexados a taxa de juros é reflexo do comportamento mais volátil desta taxa praticada no Brasil. Isto levou a uma maior necessidade de instrumentos de hedge. Para as operações em reais, a taxa de juro prefixada saltou de 18,03% ao ano (para operações de um ano), em meados de março, para 32,7% ao ano (para operações também de um ano), em meados de outubro. No primeiro momento, observava-se cenário internacional favorável e um prêmio de risco do Brasil abaixo da marca dos 700 pontos. No segundo momento, já era possível perceber a retração da economia mundial e um prêmio de risco do Brasil ultrapassando a marca dos 2.000 pontos.

Após a instabilidade no mercado financeiro com a eleição de 2002, o novo presidente assumiu o governo em 1º de janeiro de 2003 prometendo dar continuidade à política econômica do governo antecessor e comprometendo-se em manter os acordos firmados com o FMI e a austeridade fiscal. Diante disso, o mercado voltou a se acalmar e a taxa de câmbio baixou para próximo dos R\$ 3,00, patamar no qual continuou oscilando todo o ano. O fechamento de dezembro de 2003, em R\$ 2,89 por dólar, representou valorização de 18,2% em relação ao final do ano anterior. O gráfico 16 ilustra o descrito.

Gráfico 16



Fonte: <http://www.bc.gov.br>

De modo geral, o ano de 2003 foi marcado pelo processo de ajustamento da economia brasileira. A renovação do acordo com o FMI, a política voluntária do governo de elevar o superávit primário a 4,5% do PIB e a manutenção de juros elevados e do regime de câmbio flutuante foram medidas que asseguraram o comprometimento do novo governo com a estabilidade macroeconômica. Neste ano houve gradual redução da inflação, aumento do superávit comercial, diminuição do risco-país e redução da taxa de juros básica da economia de 26,5% para 16,5% em apenas sete meses. A retomada da confiança dos investidores na economia brasileira, aliada à volta da alta liquidez no mercado internacional, contribuiu para o crescimento dos fluxos de capitais para o país, o que permitiu ao Banco Central diminuir a rolagem da dívida interna denominada em dólares e reforçar as reservas externas sem pressionar a taxa de câmbio.

Tabela 20 – Reservas Internacionais – US\$ Bilhões

Mês	Liquidez	Mês	Liquidez
jan/03	38,77	Jul/03	47,65
fev/03	38,53	ago/03	47,79
mar/03	42,34	set/03	52,68
abr/03	41,50	out/03	54,09
mai/03	43,37	nov/03	54,43
jun/03	47,96	dez/03	49,30

Fonte: <http://www.bc.gov.br>

As reservas internacionais atingiram o maior volume dos últimos 3 anos (entretanto, ainda situando-se abaixo dos níveis verificados anteriormente a 1999), o que, de uma forma indireta, pode demonstrar que o capital dos investidores internacionais estava retornando para o país. Outro fator que contribuiu para a recomposição das reservas internacionais foi o vigoroso superávit comercial de US\$ 24,8 bilhões em 2003, o maior já registrado pela economia brasileira. Este valor foi 89,2% maior do que os US\$ 13,1 bilhões de 2002 e foi resultado do forte avanço das exportações frente às importações.

O ano de 2003 refletiu o início de um período de queda na aversão ao risco, tornando os capitais um pouco menos seletivos. Entretanto, apesar das boas notícias o peso do ajuste interno se refletiu no encolhimento da economia brasileira. A taxa de evolução do PIB acumulada no ano de 2003 foi de -0,5%.

**Tabela 21 - Outros Indicadores Econômicos**

	Variação do PIB (%)	IGP-DI 12 meses
2003	-0,5	15

Fonte: <http://www.bc.gov.br>

## 4 – CONCLUSÃO

Vamos iniciar nossa conclusão utilizando as idéias e conceitos de ciclos de liquidez<sup>15</sup> e apetite ao risco.

A partir da crise do México de 1994, iniciou-se um período em que os fluxos de capitais se tornaram mais seletivos e mais sensíveis aos riscos. Esta crise fez com que grandes aportes de capitais fossem retirados dos países emergentes, em particular da América Latina. Este fato caracterizou uma das etapas dos ciclos de liquidez – pequena reversão do ciclo em um contexto global a partir de um fato localizado<sup>16</sup>.

Conforme aponta Farhi (2004a), apesar dos impactos da crise mexicana o nível de liquidez internacional reduziu-se pouco, permanecendo ainda em patamares elevados, e, alguns meses após a crise, o ciclo de liquidez já voltava a apresentar alto volume de ingresso de capitais nos países emergentes. Todavia, com a crise asiática de 1997, muito mais grave que a anterior ocorrida no México, houve uma saída em massa de capitais da América

---

15 Conforme demonstra Farhi (2004a), pode-se datar o início dos grandes ciclos de liquidez do capital internacional para economias emergentes a partir da década de 1970, quando houve grandes migrações de petrodólares. Neste contexto, o primeiro influxo desse ciclo se deu no final daquela mesma década, levando às crises dos balanços de pagamentos e moratórias de muitos países da América Latina. Nesta época, os capitais provinham principalmente de bancos, que passaram a evitar a renovação das linhas de crédito para os países da América Latina quando pressentiram dificuldades destes em honrar suas dívidas.

Já na época da chamada “globalização financeira” iniciou-se a partir de fins dos anos 80, trazendo uma enxurrada de capitais para os países latino-americanos. A entrada de capitais possibilitou que muitos deles promovessem a estabilização monetária através de âncoras cambiais e diminuíssem, desta forma, os altos índices de inflação. Entretanto, em todos os casos, a estabilização foi feita às custas de taxas de câmbio muito sobrevalorizadas.

Esse fato, diz Farhi (2004a), trouxe cada vez mais capitais para os países emergentes atraídos, inicialmente, pela alta rentabilidade dos ativos financeiros, mas que, num segundo momento, já passaram a serem dispostos na forma de empréstimos de médio e longo prazos e investimentos diretos. Toda essa entrada de capitais fez com que houvesse uma certa displicência por parte dos emprestadores e tomadores de empréstimos, alimentando uma crescente bolha especulativa nos ativos dos países emergentes.

16 Não há consenso sobre os fatores que provocam estas reversões nos ciclos de liquidez. Farhi (2004a) coloca que os economistas do mainstream defendem que tais reversões são ditadas unicamente por problemas nos fundamentos das economias. Em contraposição a esta corrente, muitos economistas, inclusive ligados ao FMI, atribuem grande peso também ao efeito contágio. Estes, desta forma, admitem a existência de mudanças exógenas na aversão ao risco argumentando que a aversão ao risco é comum entre os investidores e variável ao tempo, ao contrário da crença até então existente de que os riscos eram distintos, fixos e imutáveis.

Latina muito mais intensa. Iniciou-se, também, um “contágio” de ataques especulativos sobre outras economias daquela região (Asiática). Essa crise marcou definitivamente o fim do período de alta liquidez dos mercados emergentes. Logo se seguiram as crises da Rússia, Brasil, Turquia e Argentina. É fato que outros fatores tais como a bolha especulativa da Bolsa de Nova York, os ataques de 11 de setembro e os escândalos contábeis também contribuíram ainda mais para a retração da liquidez nos mercados emergentes.

A partir do final de 2002 verifica-se uma volta da liquidez aos mercados emergentes. A diferença é que agora estes capitais estão mais seletivos, possuindo características como: contração dos créditos bancários, predomínio quase absoluto de lançamentos de títulos de dívida externos e menor volume de investimento direto estrangeiro. Outra mudança significativa foi a postura dos países emergentes em relação aos ciclos. Estes países passaram a buscar elevados e sustentáveis superávits comerciais e reconstituir vultuosas reservas em divisas, sempre com o objetivo de diminuir suas vulnerabilidades externas.

O próprio FMI reconhece que o grupo de países emergentes, como um todo, apresentou melhora nos fundamentos econômicos através de maiores superávits primários, crescimentos com controle das inflações e aumentos das reservas cambiais. Farhi (2004a) argumenta, entretanto, que o Brasil permitiu uma alta volatilidade de sua moeda sem tirar proveito desta volatilidade para elevar sua reserva cambial como deveria. Desta forma, não se protegeu como poderia frente a sua vulnerabilidade externa.

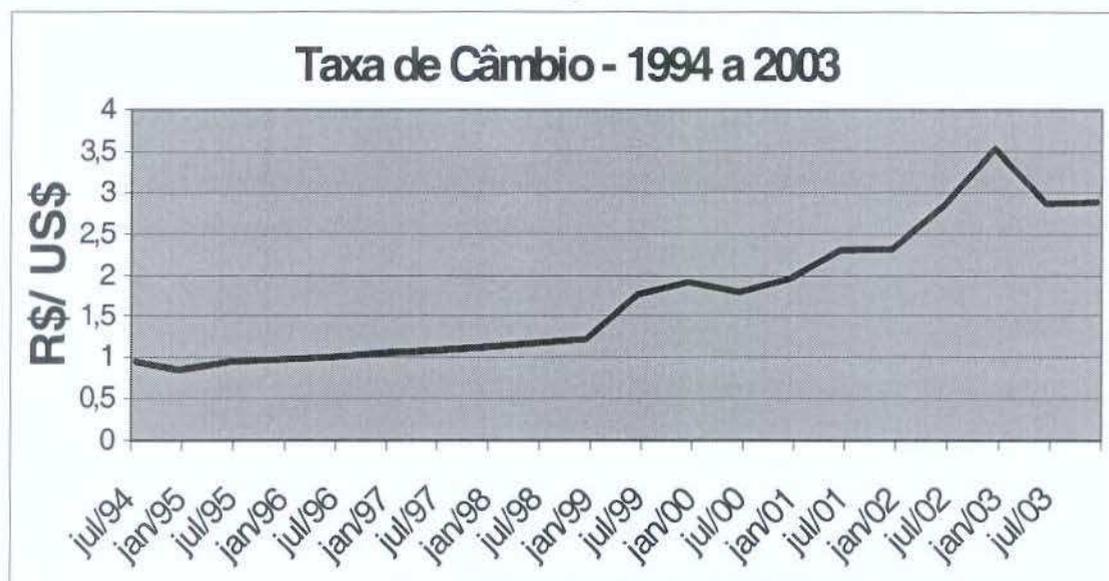
É fato, também, que a partir deste segundo ciclo de liquidez os fluxos de capitais mostraram-se mais vulneráveis as “mudanças de humor” e percepções de riscos. Dessa forma, a melhora dos fundamentos econômicos dos países sem dúvida ajuda a acalmar os mercados.<sup>17</sup> É exatamente esta maior aversão ao risco presente que vem alimentando os volumes crescentes de negócios nos mercados de derivativos apresentados neste trabalho.

---

<sup>17</sup> Com base nestes argumentos, Farhi (2004a) demonstra que o mercado financeiro é tomado de períodos de otimismo, quando normalmente os preços dos ativos estão baixos, e de pessimismo, quando os preços estão elevados, e, independentemente dos fundamentos de uma economia, os preços dos ativos dificilmente continuarão subindo em uma fase pessimista.

Abaixo, apresentamos o gráfico da variação do câmbio para todo o período entre 1994 e 2003. A partir de seus movimentos, tentaremos sintetizar o que viemos estudando ao longo deste trabalho e identificar onde os ciclos de liquidez e o apetite ao risco desempenharam papel importante.

Gráfico 17



Fonte: <http://www.bc.gov.br>

Inicialmente, até meados de 1995, o câmbio apresentou valorização devido a uma entrada grande de capitais estimulados pela abertura financeira e comercial simultaneamente. Havia, ao mesmo tempo, um grande apetite ao risco por parte dos investidores e o ciclo de liquidez era favorável aos países emergentes. Com a crise mexicana e as outras crises cambiais que se alastraram pelos mercados emergentes, a taxa de câmbio passou a apresentar uma pressão altista contínua até início de 1999. Ao mesmo tempo, neste período, a aversão ao risco se elevou consideravelmente em relação aos países emergentes, independente das similaridades uns com os outros. Isto significou uma tendência de inversão do ciclo de liquidez aos países emergentes. Internamente, o Brasil apresentava

---

Portanto, há duas lógicas para os ciclos de liquidez dos mercados financeiros: uma objetiva, baseada nos fundamentos macroeconômicos, e outra subjetiva, como acabamos de ver, baseada na aversão ao risco dos agentes. Assim, torna-se praticamente impossível determinar o ponto de inflexão de tais ciclos.

péssimos indicadores macroeconômicos, sobretudo em relação à crescente relação dívida/ PIB e contínuos déficits fiscais e comerciais.

A pressão sobre o real só não resultou em uma depreciação cambial ainda maior porque estava em vigência o regime de bandas cambias no qual o Banco Central sempre atuava defendendo a paridade da moeda com o dólar. Entretanto no início de 1999, após um grande ataque especulativo iniciado em fins de 1998, não foi mais possível manter o câmbio valorizado artificialmente. Podemos ver no gráfico 17 a acentuada desvalorização cambial ao longo do ano de 1999. Outras fortes desvalorizações podem ser identificadas em 2001 e durante todo o ano de 2002, inicialmente resultado da crise energética e da crise Argentina e, posteriormente, dos escândalos contábeis e do “stress” que atingiu o mercado financeiro com a probabilidade de uma vitória da oposição na eleição presidencial brasileira. Como a vitória da oposição não trouxe significativas mudanças na condução da política econômica, ou seja, houve reforço dos compromissos assumidos pelo governo anterior, o mercado se acalmou e o câmbio retornou para os níveis pré-eleitorais.

A partir do final de 2002 e em 2003, houve o retorno do apetite ao risco favorável novamente aos países emergentes (Prates, 2003), com um novo ciclo de liquidez também favorável, mas com as mudanças já identificadas nos parágrafos acima. Este ciclo não se verificou tão intenso quanto o existente nos anos próximos de 1994, além disso, os investidores se mostraram mais cautelosos e sensíveis às variações dos riscos (Farhi, 2004a).

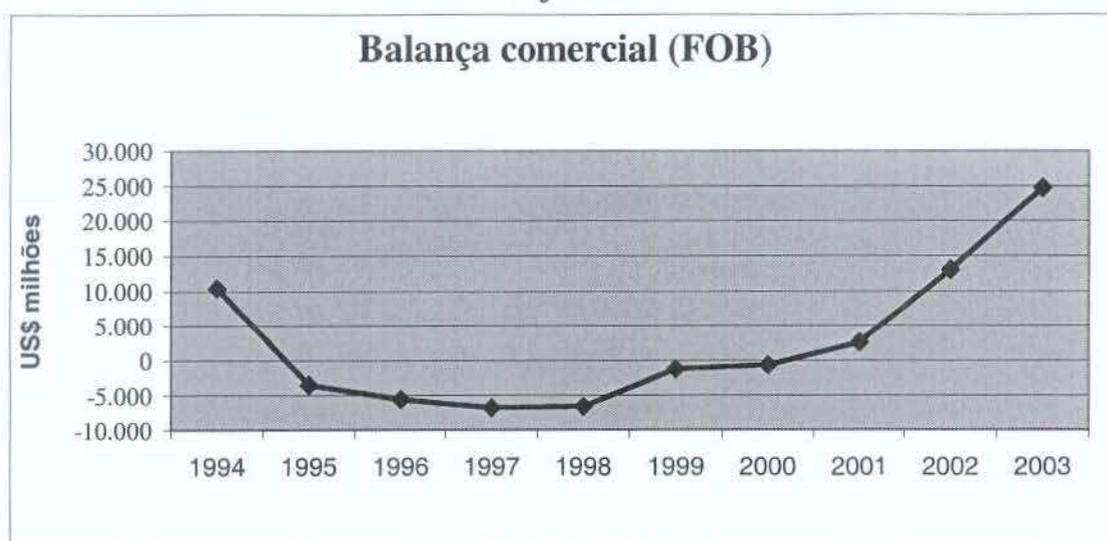
Outro ponto interessante que não foi muito abordado neste trabalho, mas que vale ressaltar de forma resumida neste momento para explicar a vulnerabilidade brasileira aos capitais internacionais, é o comportamento da Balança Comercial no período estudado.

Após anos de contínuo superávit na Balança Comercial, presenciamos uma abrupta reversão de uma balança superavitária em 1994 para uma conta altamente deficitária nos anos seguintes, entre 1995 e 1998. Esta reversão foi reflexo da estratégia de combate à

---

inflação apoiada na abertura comercial e na valorização, ainda que artificial, do câmbio. Esta ocorrência, somada ao déficit público (compondo assim o que ficou conhecido como “déficits gêmeos”), foi responsável pela necessidade da manutenção de taxas de juros elevadas para atrair os capitais necessários ao financiamento da economia. Paralelamente, os déficits gêmeos foram também um dos fatores contribuintes para a crise de confiança e os conseqüentes ataques especulativos contra o real, que culminaria na crise de janeiro de 1999. A desvalorização cambial, ainda que tardia, amenizou tal problema, contudo ainda havia pequenos déficits comerciais em 1999 e 2000 (como efeito da “curva ‘J’<sup>18</sup>”). Os anos de 2001 a 2003 marcaram a volta do superávit comercial ao país, após 6 anos de contínuos déficits.

*Gráfico 18*



Fonte: <http://www.bc.gov.br>

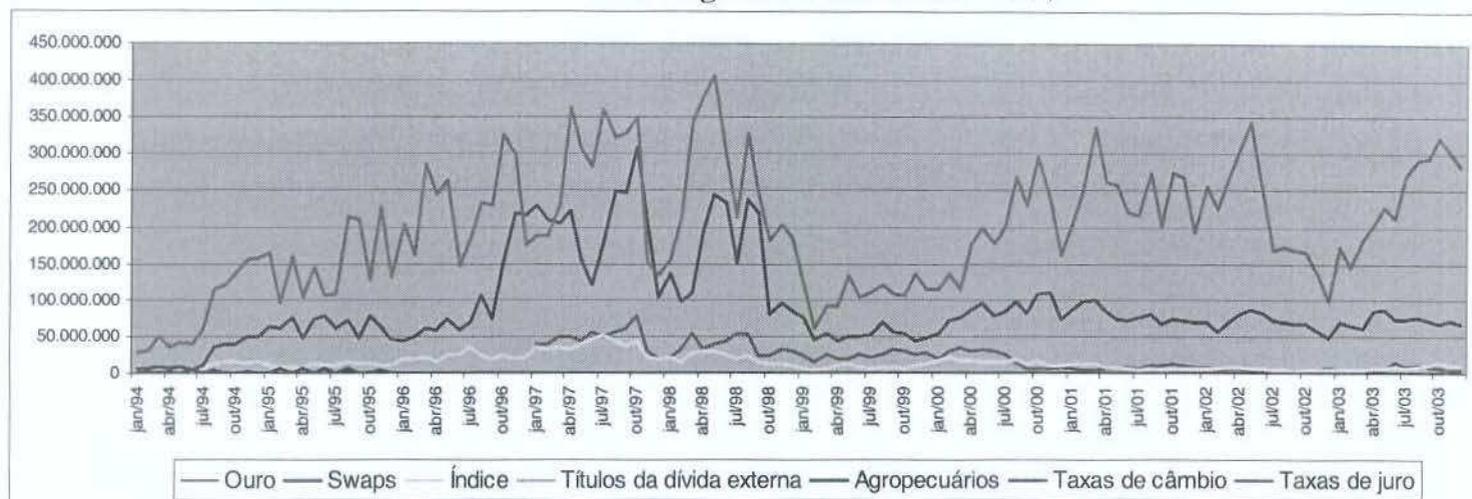
Apesar da retração da liquidez, pudemos observar nos dados apresentados anteriormente que os volumes de negócios no mercado de derivativos permaneceu crescente durante todo o período entre 1994 e 2003. O que mudou foi apenas a finalidade para qual estes

18 Blanchard (1999) mostra que os economistas explicam os efeitos iniciais de uma desvalorização cambial através da curva “J”, que significa que a economia leva algum tempo para se adaptar a abruptas mudanças cambiais e que seus efeitos tendem a se fazer sentir mais nos preços do que nas quantidades. O efeito inicial de uma desvalorização deve ser negativo, pois ainda há dependência de matéria-prima importada, cuja importação não pode ser suspensa de uma hora para outra. Também há contratos para os produtos exportados já negociados; ou seja, mesmo os preços dos produtos domésticos no exterior estejam agora mais barato, não é possível aumentar a produção e exportação do dia para a noite. Dessa forma, há um lento ajuste e recuperação da balança comercial.

instrumentos passaram a serem negociados. Antes de janeiro de 1999 os contratos negociados na BM&F tinham a função primária de permitir a alavancagem de posições e uma função secundária como redutores de riscos contra oscilações indesejadas dos preços dos ativos financeiros. A utilização dos derivativos para cobrir riscos antes de 1999 intensificou-se principalmente após a crise russa, sendo o Banco Central o principal agente a assumir posições vendidas. A partir de janeiro de 1999, a volatilidade trazida pela adoção do regime de câmbio flutuante fez com que os agentes procurassem os derivativos mais como instrumentos de proteção e menos como de especulação, ou seja, esta última função deixou de ser a principal geradora de volume de negócios nos mercados de derivativos na medida que a procura por contratos de derivativos por motivos de proteção aumentou consideravelmente.

No gráfico 18 podemos observar que os anos de 1997 e 1998 foram caracterizados por grandes oscilações nos volumes financeiros de contratos negociados na BM&F. A principal razão destas oscilações foi a forte presença de capitais especulativos nas negociações dos contratos de derivativos frente as incertezas trazidas pelas crises internacionais do período. No final de 1998 e início de 1999, as expectativas quanto à mudança no regime cambial brasileiro levaram a uma queda nas negociações até que novas definições fossem dadas pelas autoridades. Após a mudança do regime cambial em janeiro de 1999, podemos notar que as oscilações no volume de contratos indexados a taxa de câmbio se reduziram acentuadamente. Isto demonstra que, com o regime de câmbio flutuante, há uma redução da presença de capitais especulativos nas negociações destes contratos uma vez que, neste regime cambial, deixa de existir a especulação quanto a uma abrupta desvalorização da taxa de câmbio existente no regime de câmbio administrado. Já o mesmo não ocorreu com os volumes negociados de contratos indexados a taxa de juros, que continuam apresentando volatilidade frente às incertezas trazidas pelos cenários econômicos interno e externos. Neste mercado, a presença de capitais especulativos apostando em mudanças das taxas de juros pelo COPOM continua grande.

**Gráfico 18**  
**Volumes Financeiros Negociados na BM&F – US\$**



Fonte: BM&F

De acordo com entrevista concedida por Cantidiano, presidente da CVM, no 1º Congresso Internacional de Derivativos e Mercado Financeiro, no período entre 1999 e 2003 o mercado de derivativos teve crescimento relevante, principalmente se comparada ao mercado de capitais, devido, preponderantemente, ao crescimento da dívida pública interna e a grande volatilidade de nossa moeda frente ao dólar. Os instrumentos derivativos financeiros serviram justamente como instrumentos de proteção aos riscos.

Para o médio prazo, Cantidiano prevê que o próximo passo para o mercado de derivativos será a maior participação das instituições não-financeiras e um desenvolvimento do mercado de contratos indexados as mercadorias agrícolas. Segue abaixo as palavras de Cantidiano:

“A utilização dos contratos derivativos é uma prática diária por parte dos participantes do mercado financeiro, em especial dos bancos, administradores de carteiras e de fundos de investimento. Talvez seja no segmento corporativo que o crescimento possa ocorrer de forma mais intensa no médio prazo, cabendo aos bancos e corretoras o papel de educadores e incentivadores. Há ainda um grande potencial para o desenvolvimento de derivativos referenciados em mercadorias agrícolas, face à importância internacional do Brasil neste mercado”.

Estruturalmente, os contratos derivativos mais líquidos negociados no Brasil, que são os dos mercados futuros de taxa de juros local, de taxa de câmbio de reais por dólar, de cupom cambial e do Índice Bovespa, são intrinsecamente ligados ao próprio país. Deste modo, atualmente nosso mercado de derivativos é um mercado pouco internacionalizado. Quanto a isso, Cantidiano acrescenta que os derivativos de commodities agropecuárias, principalmente nos produtos em que o Brasil é um importante exportador (café, soja e açúcar), há um esforço para trazer para o país a liquidez e o centro de formação dos preços futuros, que hoje está localizado principalmente na Bolsa de Chicago.

## 5 – BIBLIOGRAFIA

ARAÚJO, C. e SILVEIRA FILHO, G. **Mudanças de regime no câmbio brasileiro**. Brasília: Banco Central do Brasil. 2002 (Trabalho para discussão nº 41).

BELAISCH, Agnés. **Exchange Rate Pass-Through in Brazil**. International Monetary Fund. 2003. (IMF Working Paper nº 03/141).

BLANCHARD, O (1999). **Macroeconomia**. Rio de Janeiro, Editora Campus.

BRITO, Márcio H. **Taxa de câmbio e regimes cambiais no Brasil**. Campinas: UNICAMP – IE. 1998. (Tese de Doutorado).

CORBACHO, A., GARCIA-ESCRIBANO, M. e INCHAUSTE, G. **Argentina: Macroeconomic Crisis and Household Vulnerability**. International Monetary Fund. 2003. (IMF Working Paper nº 03/89).

DUNGEY, M., FRY, R., HERMOSILLO, B. e MARTIN, V. **Unanticipated Shocks and Systemic Influences: The Impact of Contagion in Global Equity Markets in 1998**. International Monetary Fund. 2003. (IMF Working Paper nº 03/84).

EICHENGREEN, B. **Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target?** Brasília: Banco Central do Brasil. Fevereiro de 2002. (Trabalho para discussão nº 36).

FARHI, M. **Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial**. Campinas: UNICAMP – IE. (Economia e Sociedade, nº 17).

FARHI, M. **Derivativos Financeiros: Estabilização monetária, ataques especulativos e crise cambial no Brasil**. Campinas: UNICAMP – IE. 2004. (2º Relatório de pesquisa de pós-doutoramento).

FARHI, M. **As Economias Emergentes e os Ciclos de Liquidez**. Campinas: UNICAMP – IE. 2004a (Política Econômica em Foco, nº 3, jan-abr).

GIAMBIAGI, F., RONCI, M. **Fiscal Policy and Debt Sustainability: Cardoso's Brazil, 1995-2002**. International Monetary Fund. 2004. (IMF Working Paper nº 04/156).

HERNANDEZ, F. e VALDEZ, R. **What drives contagion: Trade, Neighborhood, or Financial Links?** International Monetary Fund 2001. (IMF Working Paper nº 01/29).

JUNIOR, Mikio K. **Comportamento dos especuladores no Boom e no crash do mercado de derivativos**. Campinas: UNICAMP – IE. 1999. (Tese de Mestrado).

KALTER, E. e RIBAS, A. **The 1994 Mexican Economic Crisis: The Role of Government Expenditure and Relative Prices**. International Monetary Fund. 1999. (IMF Working Paper nº 99/160).

MASSON, P. **Multiple Equilibrium, Contagion, and the Emerging Market Crisis**. International Monetary Fund. 1999. (IMF Working Paper nº 99/164).

MIRANDA, M. **Crises cambiais e ataques especulativos no Brasil**. Brasília: Banco Central do Brasil. 2001. (Trabalho para discussão nº 32).

PERSAUD, A. **Pure contagion and investor's shifting risk appetite: analytical issues and empirical evidence**. International Monetary Fund. Setembro de 2001. (IMF Working Paper nº 01/134).

PRATES, D. **A Permanência da Vulnerabilidade Externa**. 2003. Campinas: UNICAMP – IE. (Política Econômica em Foco, nº 1, mai-ago).

ROCHA, A. **Vulnerabilidade Externa e Crise Cambial: Uma Análise de Três Casos**. Porto Alegre: UFRGS. 2000.

SMEE, J. **The IMF and Russia in the 1990`s**. International Monetary Fund. 2004. (IMF Working Paper n° 04/155).

SOUSA, Lucy A. **O mercado de capitais brasileiro no período 1987-97**. Campinas: UNICAMP – IE. Março de 1998. (Tese de Doutorado)

**Periódicos e Imprensa especializada.**