

## Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial<sup>1</sup>

---

*Maryse Farhi*

A liberalização de circulação de capitais intensificou sobremaneira os fluxos financeiros internacionais. No início dos anos 1990, alguns apontavam o caráter benéfico desses fluxos que se dirigiam para as economias periféricas. Mas já a partir da metade da década, a crise do México evidenciava o potencial devastador das intensas fugas de capitais que configuravam ataques especulativos contra as moedas das economias recipientes, agravando suas fortes restrições externas.

Tratando da crise do México de 1994/95, Folkerts-Landau & Ito (1995) caracterizaram o ataque especulativo contra uma moeda cuja taxa de câmbio é fixa ou que segue uma “flutuação suja” (*crawling peg*) como “uma súbita e maciça reestruturação das carteiras, através da qual os agentes procuram prevenir prejuízos ou angariar lucros decorrentes da previsão de mudança da política cambial”. A descrição feita por Folkerts-Landau & Ito tem o mérito de incluir, nos movimentos contra uma moeda em regime de câmbio fixo ou administrado, tanto a reação defensiva dos agentes que detêm posições com risco cambial e procuram cobri-las quanto as operações dos especuladores que esperam obter lucros, sejam eles nacionais ou estrangeiros.

Essa mesma definição pode ser, em boa parte, aplicada aos ataques especulativos contra moedas que adotaram o regime de flutuação cambial, quando os agentes passam a esperar uma desvalorização da taxa de câmbio por fatores internos e/ou externos. Em ambos os regimes cambiais, os ataques especulativos decorrem da deterioração das expectativas de parte importante dos agentes sobre a possibilidade de manutenção do regime cambial ou de uma moeda. As carteiras passam a buscar ativos denominados em moeda estrangeira, o que implica a venda dos ativos denominados na moeda sob ataque bem como dos que trazem embutidos o risco país de seu emitente, enquanto as expectativas de elevação das taxas de juros, como resposta de política monetária ao ataque especulativo, levam à recusa dos agentes em emprestar recursos a taxas prefixadas.

Entretanto, tais ataques especulativos apresentam dinâmicas e padrões distintos em decorrência do regime cambial adotado. As diferenças são, em boa parte, decorrentes da presença explícita da autoridade monetária nos regimes de câmbio administrado, que procura coordenar ou delimitar as expectativas dos

---

(1) Este texto originou-se de uma pesquisa de pós-doutoramento sobre os mercados de derivativos financeiros no Brasil, com o apoio da Fapesp, no quadro do projeto de pesquisa integrado do Instituto de Economia da Unicamp.

demais agentes em relação às taxas de câmbio presentes e futuras e atua como “fazedor de mercado” (*market maker*) que centraliza os negócios. Elas se expressam no impacto sobre as reservas internacionais do país, no ritmo de desenvolvimento do ataque, na magnitude dos riscos e dos lucros esperados e nas respostas de política econômica. Em decorrência, são notáveis as diferenças nas conseqüências micro e macroeconômicas de uma mudança de política cambial ou de uma desvalorização cambial acentuada como resultado de tais ataques. O Brasil, por ter sofrido ataques especulativos contra o valor de sua moeda, tanto no regime de câmbio administrado quanto no de câmbio flutuante, apresenta claras evidências dessas diferenças na dinâmica e nas repercussões micro e macroeconômicas de tais ataques.

### **1. Novos instrumentos e práticas nos ataques especulativos**

Inicialmente, é necessário fazer referências aos instrumentos e práticas que vêm modificando a configuração dos atuais ataques especulativos no quadro financeiro contemporâneo de livre circulação de capitais: generalização do uso de derivativos financeiros, utilização de alavancagem na gestão de recursos, novos instrumentos de crédito e adoção das classificações de risco de crédito emitidas por agências privadas como critério de formação de preços de ativos financeiros.

Ataques especulativos contra moedas já ocorriam sem que esses fatores estivessem presentes. Entretanto, sua dinâmica era ditada pela capacidade dos agentes nacionais de disporem de dinheiro à vista – oriundo de capitais próprios ou resultante de operações de captação de recursos ou empréstimos – e dos estrangeiros de tomarem emprestada a moeda sob ataque para transformá-la em divisas. Os agentes que detinham posições com risco cambial procuravam cobri-lo dessa forma; os especuladores esperavam, posteriormente, reembolsar o crédito trocando suas divisas a uma taxa de câmbio mais elevada, de forma a realizar lucros. Esse mecanismo, eficaz do ponto de vista de grandes empresas ou de grandes especuladores, continua sendo bastante utilizado. Entretanto, ele costuma ser próprio de agentes com elevada capacidade financeira e acesso fácil a vultosos créditos bancários.

Embora os derivativos não estivessem na origem do processo de liberalização e desregulamentação financeira, sua existência contribuiu para a intensificação dos fluxos de capitais, ao permitir que os agentes eliminassem riscos cambiais indesejáveis na busca da remuneração mais elevada. Inscrita no processo de internacionalização financeira, a expansão dos mercados de derivativos concorreu para seu aprofundamento, facilitando uma maior integração entre os mercados monetários, de câmbio e de capitais, em nível nacional e internacional. A grande expansão dos mercados de derivativos financeiros, e em particular os que têm as taxas de câmbio como subjacentes, permitiu que os

agentes passassem a operar a descoberto na divisa sob ataque. Nos mercados de derivativos de câmbio, grande parte dos agentes, independentemente de fatores como acesso a vultosos créditos bancários, podem operar facilmente e beneficiar-se da alavancagem própria desses mercados. Em consequência dessa alavancagem, têm a possibilidade de operar volumes muito maiores do que o montante de recursos de que dispõem à vista. Os derivativos, por um lado, permitiram aos agentes coordenarem suas expectativas e conviverem com a acentuada volatilidade das principais variáveis financeiras, impedindo que a instabilidade financeira e cambial se transmitisse à economia em geral. Por outro lado, aumentaram eventuais riscos sistêmicos, devido à elevada alavancagem intrínseca a seu funcionamento e ao potencial de exacerbarem a volatilidade dos preços dos ativos.

A busca de alavancagem não se restringiu ao emprego de derivativos; passou a fazer parte integrante, pelos mais distintos métodos, da contemporânea gestão de carteira. No intuito de obterem rentabilidade mais elevada, os gestores de recursos passaram a alavancar suas posições, lançando mão de uma maior proporção de derivativos e tomando dinheiro no mercado, oferecendo a própria carteira em garantia.<sup>2</sup> Essa forma de gestão permite que os resultados percentuais possam ser espetaculares, funcionando como fator suplementar de atração para os especuladores. O reverso da medalha é que os prejuízos potenciais podem ser teoricamente ilimitados, sem que seja possível dimensioná-los *ex ante*. O uso de mecanismos de alavancagem na gestão de carteira e nos fundos mútuos de investimento alastrou-se rapidamente, seguindo o exemplo inicialmente dado pelos *hedge funds*, devido à forte concorrência entre os administradores de recursos que os conduziu a buscarem uma rentabilidade máxima, nem sempre levando em conta os riscos embutidos. A utilização de tais mecanismos alcançou níveis muito elevados em épocas de volatilidade normal dos preços dos ativos, para reduzir-se após momentos de crise. Nesses momentos, a liquidez dos mercados costuma cair de forma acentuada e o esforço dos gestores de carteira para reduzir sua alavancagem pode constituir um fator adicional de pressão sobre os preços.

---

(2) A ampla utilização de mecanismos de alavancagem trouxe à tona outras dimensões da caracterização da especulação. Por um lado, ela torna possível o estabelecimento de níveis diferenciados de especulação que variam na função direta do grau de alavancagem das carteiras. Uma carteira que investe até o limite de seu patrimônio será “menos” especulativa que uma carteira alavancada em várias vezes seu patrimônio. O risco máximo de prejuízo da primeira está limitado a seu próprio capital, o da segunda não é mensurável *ex ante* e pode vir a ser um elevado múltiplo de seu patrimônio. Por outro lado, ela determina uma profunda mudança na avaliação das operações de arbitragem. Quando essas utilizam a alavancagem para investir valores superiores a seu patrimônio assemelham-se, para todos os efeitos, a operações puramente especulativas, como ficou evidenciado no caso do *Long Term Capital Management* (LTCM) em agosto de 1998, quando a grave situação desse *hedge fund* levou o *Federal Reserve* dos Estados Unidos a intervir para evitar sua falência e a reduzir por três vezes a taxa de juros, por temor de que a situação provocasse uma acentuada contração econômica e um risco sistêmico.

Os derivativos, os novos instrumentos de crédito e as carteiras alavancadas constituíram poderosos canais de transmissão e de contágio, em escala internacional, das instabilidades financeiras e cambiais inicialmente localizadas. Em períodos de forte instabilidade, os ajustes diários e os aumentos das garantias, exigidos pelas câmaras de compensação ou pelas contrapartes nos mercados de balcão, elevam-se bruscamente. Eles podem levar diversos agentes a procurarem reduzir o nível de alavancagem em que atuam e a liquidarem posições tanto nos mercados de derivativos e de seus ativos subjacentes quanto em outros mercados não diretamente relacionados. A necessidade de obter recursos monetários, decorrente de prejuízos inesperados, é um dos mecanismos apontados para a transmissão de uma crise originalmente localizada para o conjunto dos mercados de ativos financeiros, em escala internacional. Essa necessidade pode tornar-se muito aguda nos mercados de derivativos, em particular, nos negociados no balcão em que as garantias exigidas variam de caso a caso e nos quais não existe câmara de compensação que permita diluir os riscos.

Um ataque especulativo contra uma moeda evidencia-se de diversas maneiras nos mercados de derivativos. O volume de contratos negociados durante um ataque especulativo permite avaliar o grau de intensidade das expectativas de mudança da taxa de câmbio. Quanto maiores e mais difundidas as expectativas de tal mudança, menor será o volume negociado, já que a esmagadora maioria dos participantes desejará assumir a mesma posição e não encontrará ofertas em quantidade suficiente ou em um nível de preços aceitável na posição oposta. A elevação do diferencial entre a taxa de câmbio no mercado à vista e aquelas projetadas pelos derivativos para o futuro,<sup>3</sup> exprime a redução do grau de confiabilidade da atual taxa de câmbio. No decorrer dos pregões, em situações de instabilidade, observa-se, igualmente, um grande afastamento (*spread*) entre as ofertas de compra e de venda. Normalmente, um ataque especulativo vem acompanhado da venda dos ativos denominados na moeda sob ataque e da recusa dos agentes em emprestar recursos a taxas prefixadas no mercado à vista. Nos mercados de derivativos, esse movimento implica:

(1) apostas na queda das bolsas de valores que se traduzem por uma base estreita ou até negativa entre o índice de ações à vista e o futuro, denotando expectativas de quedas suplementares, e

(2) expectativas de elevação das taxas de juros, expressas na elevação das taxas futuras nos mercados de derivativos.

---

(3) Esse diferencial é denominado “base”. Em tempos normais, a base dos derivativos financeiros representa a taxa de juros de menor risco vigente no mercado monetário para aquele período. Boa parte das operações de arbitragem consiste em comprar o ativo à vista e vendê-lo a futuro quando a base está muito elevada, e vice-versa quando está estreita. Um importante “descolamento” da base de sua referência de juros representa, pois, um claro sinal de que uma grande quantidade de expectativas está sendo embutida nos preços futuros.

Em períodos de tensão nos mercados, os derivativos podem amplificar a instabilidade de curto prazo dos preços. Os inúmeros trabalhos e relatórios analisando a influência dos derivativos na crise da bolsa de valores americana em 1987 mostraram que, em circunstâncias de forte instabilidade dos mercados, a influência dos derivativos pode acentuar a volatilidade dos preços dos ativos. Por um lado, a alavancagem própria aos derivativos transformou-os em instrumento ideal de especulação. Por outro lado, as operações de cobertura de riscos não costumam ser sistematicamente realizadas no momento em que se assume uma posição com risco de mercado, mas apenas quando existe uma expectativa contrária a essa posição ou quando o mercado sinaliza uma reversão de tendência. As operações de cobertura de riscos – extremamente eficazes para agentes tomados isoladamente em mercados normais – podem, devido à concentração de ordens em momentos de instabilidade, constituir um fator suplementar de desestabilização e de perda de liquidez.

Em tempos normais, os especuladores costumam ter posições opostas nos mercados de derivativos, exprimindo expectativas divergentes. Nos períodos de inusitada volatilidade, adotam posturas diferenciadas nos mercados de derivativos, conforme seus meios financeiros. Os pequenos e médios especuladores procuram sair a todo custo dos mercados em que estão posicionados, seja para realizar lucros seja para limitar prejuízos, e evitam assumir novas posições por temor de perdas que ultrapassem seus meios financeiros. Contribuem assim para elevar a sensação de pânico, já que adotam o comportamento de manada. Os movimentos dos grandes especuladores, nessas condições, variam em função da apreciação da conjuntura. Podem decidir assumir novas e grandes posições e procurar suscitar um comportamento de manada dos outros agentes para liquidarem suas posições com lucro. Ao fazê-lo, contribuem para a elevação da instabilidade que, embora não tenha sido causada pelos derivativos, pode ser fortemente agravada por eles.

Os agentes que procuram cobrir riscos (*hedgers*) empregam os derivativos porque, em razão da alavancagem, podem cobrir a totalidade de seus riscos sem que, necessariamente, disponham da soma total à vista. Quando se discute a questão das operações de cobertura de riscos (*hedge*), parte-se em geral da premissa de que os agentes apresentam riscos opostos.<sup>4</sup> Nos mercados de derivativos, são somente a divergência de expectativas e a existência de riscos opostos entre os participantes que condicionam a presença de compradores e vendedores, de especuladores, *hedgers* e arbitradores. São elas que asseguram sua liquidez. A presença de compradores e vendedores, que já é decisiva nos

---

(4) O produtor de uma matéria-prima tem o risco de que o preço caia, mas o transformador dessa mesma matéria-prima corre o risco de que o preço suba. O agente desejoso de comprar ações teme que o preço suba antes de poder efetuar sua operação, e o detentor de uma carteira de ações teme que o preço caia. O importador enfrenta o risco de que sua moeda nacional se desvalorize, enquanto o exportador tem o risco de uma valorização da moeda nacional, etc.

mercados à vista em que existem estoques finitos de títulos e ativos que trocam de mãos sem prévia determinação temporal, torna-se essencial nos mercados de derivativos em que a existência do contrato “virtual” com uma temporalidade anteriormente definida depende do acordo entre comprador e vendedor.

Entretanto, no caso das economias ditas “emergentes” que receberam elevados fluxos de capitais externos ao longo da década passada e que possuem volumosos estoques de dívidas externas públicas e privadas, a distribuição de riscos de câmbio entre os agentes está longe de ser simétrica, independentemente do regime cambial adotado. A maioria dos agentes, pouco importando se são nacionais com dívidas em divisas ou estrangeiros com recursos aplicados no país, está sujeita ao risco de uma desvalorização ou de uma mudança de política cambial, com a exceção dos agentes exportadores e dos eventuais investidores externos, antes de internalizarem seus recursos. Em tempos normais, os mercados de derivativos de câmbio conseguem ter liquidez; de um lado, porque apenas uma parcela dos agentes com o risco de uma desvalorização cambial procura cobrir sua posição, de outro lado porque *hedgers* e especuladores aceitam tomar uma posição vendida em divisas. Nos períodos de crise, a assimetria de riscos aparece à luz do dia.

Por último, o peso crescente das classificações de crédito (*ratings*) concedidas por agências privadas especializadas a empresas e países leva à necessidade de analisar a atuação dessas agências. Essa atuação deve ser examinada como sendo a de um dos mais importantes formadores de expectativas dos agentes relevantes nos mercados financeiros. Com efeito, as classificações de riscos por elas atribuídas têm o poder de determinar, em boa parte, a possibilidade de obter empréstimos ou captar recursos e o preço a ser pago. Nesse sentido, pode-se dizer que, graças à sua credibilidade e ao peso adquirido pelos *ratings* de crédito na formação de preços dos ativos financeiros, as notas e projeções emitidas por essas agências passam a ser, em parte, profecias auto-realizáveis. Isso pode ocorrer mesmo quando as projeções das agências estão equivocadas. Por definição, sua atuação deve ser pró-cíclica, elevando as classificações nos períodos em que os fundamentos econômicos das empresas e países melhoram e reduzindo-as quando tais fundamentos se deterioram. Mas os usuários das classificações de crédito concedidas por essas agências esperam delas que apontem a existência de mudanças nos fundamentos econômicos de países e empresas, sem necessariamente dependerem da reação dos mercados.

Entretanto, constatou-se que a crise do Sudeste Asiático, em 1997, surpreendeu as agências de classificação de riscos e, por conseguinte, muitos investidores que seguiam suas recomendações. Pouco antes da desvalorização do baht tailandês, que deu início à crise, várias agências tinham confirmado as classificações favoráveis que atribuíam às economias da região, ignorando a deterioração dos fundamentos macroeconômicos. A intensidade da crise que

atingiu a região e das ondas de choque transmitidas aos mercados financeiros do mundo inteiro pôde, em boa parte, ser atribuída ao fato de que sua ocorrência não estava embutida nas expectativas dos agentes, que continuaram operando com um nível extremamente elevado de alavancagem. As agências de classificação de riscos tiveram, naquele caso, o mesmo comportamento de pânico e o instinto de manada dos desavisados investidores, reduzindo drasticamente suas avaliações no auge da tormenta. Assim, surgiram razoáveis dúvidas de que as agências de classificação de riscos pautavam suas avaliações pelas expectativas dominantes nos mercados financeiros, em vez de se guiarem pelos fundamentos econômicos que permitiriam antecipar ocorrências daquele tipo.

## **2. Os ataques especulativos contra o real no regime de “banda cambial”**

Os ataques especulativos contra o real durante a vigência do regime de “banda cambial” tiveram por característica essencial a presença constante do Banco Central como agente provedor de liquidez, fazedor de mercado e formador de expectativas. Naquele regime cambial, tais ataques tinham, como principal alvo, as reservas internacionais do país. A autoridade monetária, além de procurar manejar essas reservas, dispunha da política monetária como arma contra os ataques e lançava mão da emissão de títulos da dívida pública indexados ao câmbio e de operações no mercado futuro de câmbio para procurar acalmar as expectativas e fornecer instrumentos de cobertura de riscos. As fortes elevações das taxas de juros que ocorreram durante os períodos de ataques especulativos potencializaram os efeitos recessivos da política cambial então adotada.

Antes mesmo da adoção do regime de bandas cambiais, o real teve de enfrentar as turbulências geradas pela crise do México. A crise mexicana de 1994/95 teve importantes repercussões para os países latino-americanos. O Brasil sofreu diretamente o impacto dessa crise, com perdas próximas a US\$ 10 bilhões em suas reservas internacionais. Em março de 1995, o Banco Central (BC) optou por uma política cambial de bandas de flutuação explícitas, em substituição à de livre flutuação que vinha adotando desde a implantação do Plano Real. A mudança de política cambial foi conturbada. A vitória do BC levou diversos operadores do mercado de câmbio e administradores de recursos das tesourarias das instituições financeiras ou dos diversos tipos de fundos mútuos a se convencerem de que, para terem lucro, era necessário pautar sua conduta operacional pela da autoridade monetária, num comportamento típico de mimetismo.

As expectativas otimistas dos agentes, após a crise mexicana, não impediram que ocorressem episódios de apostas especulativas contra a taxa de câmbio do real, nos momentos em que se supunha que haveria mudança da banda

cambial. Tais apostas não chegaram a ser de grande intensidade, dados o nível das reservas e o volume de entradas de capitais externos. Mas foram suficientes para que o governo tivesse de voltar a elevar a oferta de títulos da dívida pública indexados à taxa de câmbio e para que o Banco Central passasse a operar no mercado futuro de câmbio.<sup>5</sup>

A lógica das intervenções do Banco Central do Brasil nos mercados de futuros era de suprir a falta estrutural de vendedores e atrair para seu lado os especuladores convencidos do peso que a autoridade monetária tinha no mercado. O interesse do Banco Central brasileiro em atuar no mercado futuro de câmbio da BM&F decorria basicamente das características próprias do contrato de câmbio negociado na BM&F. Por particularidades da legislação brasileira, a liquidação desses contratos não envolve a entrega física de divisas, mas é feita em reais, “pela taxa de câmbio de reais por dólar dos Estados Unidos, para entrega pronta (...) verificada no último dia do mês imediatamente anterior ao mês de vencimento do contrato” (artigo 12 do contrato futuro de câmbio da BM&F). Em consequência, o BC, ao operar no mercado futuro de câmbio, podia fornecer o equivalente a divisas aos agentes, sem ter de lançar mão das reservas internacionais de divisas do país ou elevar a dívida interna atrelada à correção cambial. Entretanto, nos vencimentos, os resultados de suas operações incidiam nas contas do governo, como receita quando o Banco Central obtinha lucros ou como despesa quando as operações nos mercados futuros davam prejuízos.

Os ataques especulativos que tiveram lugar em consequência da crise do Sudeste Asiático em 1997 e da moratória russa em 1998 sofreram influência de fatores distintos em seu desenrolar, embora, em ambas, tenham se verificado acentuadas quedas das reservas em divisas e elevação das taxas de juros. As repercussões da crise asiática no Brasil foram ampliadas pelo elevado grau de alavancagem que instituições financeiras e gestores de recursos vinham utilizando para obter rentabilidades elevadas; já o ataque especulativo originado na crise russa desdobrou-se rapidamente em um ataque fundado em problemas internos da economia brasileira.

Quando a crise asiática declarou-se, o efeito surpresa no Brasil foi grande. As expectativas dos agentes eram positivas sobre a evolução da economia brasileira. Em função de tais expectativas, gestores de recursos e instituições financeiras vinham alavancando em grandes proporções suas posições de tesouraria e as dos fundos que geriam. Eles tinham assumido grandes posições de derivativos, tomado crédito para comprar ativos e dado os títulos adquiridos em garantia, o que lhes permitia operar um valor equivalente a várias vezes seu patrimônio. Com isso, seus riscos também eram multiplicados e seus prejuízos podiam vir a ser superiores ao patrimônio. Esse estilo agressivo de administração

---

(5) Depoimento de Maria do Socorro Costa de Carvalho. Notas da 11ª reunião da CPI dos Bancos, Brasília, 3 maio 1999 <<http://www.senado.gov.br>>.

de recursos, introduzido no Brasil por pequenos gestores de fundos, tinha logo sido adotado por bancos mais arrojados.

As comparações da situação dos países asiáticos com o caso brasileiro foram inevitáveis, explicando a intensidade desse ataque especulativo. As reações nos mercados financeiros brasileiros foram de pânico, envolvendo busca desenfreada de divisas ou de ativos ligados de uma forma ou de outra ao câmbio acompanhada de pesadas vendas dos ativos denominados em reais e daqueles que representavam o “risco país”. Intensificaram-se os movimentos de fuga de capitais e a situação nos mercados de derivativos de câmbio assinalava a ocorrência de um ataque especulativo contra o real. O volume negociado nesses mercados reduziu-se subitamente,<sup>6</sup> sinal de que a divergência de expectativas, necessária para a liquidez desses mercados, não existia mais e que a maioria dos participantes não tinha mais confiança na possibilidade da manutenção da taxa de câmbio e procurava ter uma posição comprada. A exceção foi o Banco Central do Brasil, que passou a vender grandes volumes de contratos futuros.<sup>7</sup> A elevação das taxas de juros e a adoção de um pacote fiscal permitiram a vitória do Banco Central no mercado à vista (ou “pronto”) de câmbio e em suas posições vendidas em contratos futuros na BM&F. A partir dessa crise, os níveis de alavancagem tenderam a se reduzir, notadamente entre as grandes instituições. Teve, igualmente, início o processo de implementação de uma “muralha da China”, separando claramente a administração dos recursos de tesouraria das instituições financeiras da administração de recursos de terceiros, que já vinha sendo recomendada pela Comissão de Basiléia.

O anúncio da moratória russa, em 17 de agosto de 1998, provocou reações acentuadas dos investidores internacionais, que entraram em verdadeiro pânico, procurando fugir a qualquer custo dos riscos relativos aos países emergentes. Assim, US\$ 18 bilhões deixaram o Brasil entre o início de agosto e a segunda semana de setembro. Para acalmar as expectativas, o Banco Central passou a oferecer leilões diários de títulos com correção cambial, de prazo decorrido. A persistência de forte demanda por divisas e títulos atrelados ao câmbio esteve em

---

(6) A média diária mensal de contratos futuros de câmbio negociados na BM&F passou de 227.495 em setembro, antes do ataque especulativo contra a bolsa de Hong Kong e da crise cambial da Coréia, para 172.955 em outubro, 123.691 em novembro e 67.489 em dezembro.

(7) As estatísticas da BM&F relativas ao perfil dos participantes no mercado futuro de câmbio revelam que, até outubro de 1997, os bancos e os investidores institucionais, nacionais e estrangeiros vinham mantendo posições compradas e vendidas, em proporções semelhantes, no mercado futuro e de opções de câmbio, enquanto a participação das distribuidoras de valores mobiliários (DTVMs) era pouco expressiva. O agravamento da crise asiática levou os bancos e investidores institucionais a procurarem liquidar suas posições vendidas e assumir novas posições compradas. A contraparte das compras dos bancos e investidores institucionais aparece, nas mesmas estatísticas, como sendo, principalmente, as DTVMs. Naquele período, as operações de derivativos do Banco Central foram efetuadas pela DTVM do Banco do Brasil (BB-DTVM). A comparação das posições dos participantes nos dias 22 de outubro e 10 de novembro mostra a acentuada elevação da participação das DTVMs na ponta vendida do mercado futuro de câmbio, que passou de 6,32% para 61,43% do total.

boa parte vinculada à busca por cobertura de riscos. Filiais de empresas multinacionais, temerosas de uma mudança abrupta de política cambial, passaram a remeter lucros, antecipadamente, para as matrizes. Empresas nacionais enviaram divisas ao exterior para recomprar seus títulos com deságio ou para quitar empréstimos antes do vencimento. As expectativas negativas foram exacerbadas, no dia 4 de setembro, com o rebaixamento da classificação de risco (*rating*) do Brasil pela agência Moody's, seguida por outras agências do mesmo tipo que, após terem se enganado pesadamente na classificação dos países asiáticos em 1997, procuravam antecipar a ocorrência de qualquer problema e preferiam errar por pessimismo.

É notável que, no caso da crise russa, o ambiente geral de tensão foi dado pelos acontecimentos internacionais, mas que – contrariamente ao que se verificou durante a crise asiática, em que as manifestações de crise no Brasil acompanharam de perto as registradas em escala internacional – as incertezas com o rumo da economia do país estiveram em primeiro plano nos movimentos dos participantes dos mercados financeiros. Os altos e baixos do ânimo dos investidores passaram a seguir, principalmente, o ritmo dos acontecimentos nacionais. A crise internacional podia intensificar as reações, mas as questões internas as ditavam. A instabilidade financeira, iniciada com a moratória da Rússia, adquiriu rapidamente uma dinâmica própria e acabou levando o Brasil a firmar um acordo com o FMI. Essa dinâmica levou as instituições financeiras a acentuarem ainda mais a redução dos níveis de alavancagem, que vinham praticando desde a crise asiática, e boa parte dos agentes a procurar formas de cobrir os riscos decorrentes de passivos em divisas ou de “manter o valor do patrimônio.”<sup>8</sup>

Se, do ponto de vista microeconômico, esses movimentos eram lógicos e racionais, seu impacto macroeconômico foi a formação de um processo contínuo de demanda de divisas ou de ativos atrelados ao câmbio que culminou na crise cambial. Tão logo tornou-se dominante a percepção de que a crise adquiria feições nacionais, com os agentes mais preocupados com os desequilíbrios internos e com as decisões de política econômica e monetária, a média diária dos contratos negociados na BM&F minguou, com a ponta vendedora concentrada nas mãos do BC e dos poucos especuladores que ainda o acompanhavam. Essa queda denotava tanto a elevação da aversão aos riscos dos agentes quanto uma convergência das expectativas, incompatível com uma liquidez elevada dos mercados de derivativos.

---

(8) De fato, devem-se distinguir duas categorias: os agentes que tinham passivos em divisas e que estavam efetivamente realizando operações de *hedge*, e os outros, sem passivos em divisas, que estavam, objetivamente, assumindo uma posição especulativa, já que, ao dolarizar recursos em reais, buscavam obter lucros de uma mudança cambial, embora a justificativa da operação fosse a proteção de seu patrimônio.

Em meio às acerbas críticas públicas feitas pela Federação das Indústrias de São Paulo (FIESP) à política cambial (que acarretava intensa perda de competitividade dos produtos brasileiros e déficits comerciais cada vez mais elevados) e à política monetária de taxas de juros muito elevadas, induzida por ela, grande parte das empresas realizaram operações procurando proteger seu caixa de uma desvalorização cambial, através de operações no mercado de derivativos, de *swaps* ou de aquisição de ativos ou títulos atrelados ao dólar.

### **3. A crise cambial de janeiro de 1999**

A crise cambial de janeiro de 1999 inscreveu-se na continuidade do ataque especulativo iniciado a partir da moratória russa e agravado pela percepção da degradação dos fundamentos econômicos do país e pela intensa sangria de reservas cambiais. A reestruturação das carteiras, intensa ao longo de todo o período, acentuou-se cada vez mais. Os ataques especulativos no regime de câmbio administrado têm como alvo principal as reservas em divisas do país. Para procurar defendê-las, as autoridades monetárias são levadas a praticar fortes elevações das taxas de juros, no intuito de procurar atrair capitais e desestimular a fuga dos já presentes no país. Enquanto o nível de reservas em divisas não diminui em demasia, é possível resistir a esses ataques. A crise cambial ocorre quando essas reservas encolhem a ponto de serem consideradas insuficientes.<sup>9</sup>

No final de 1998, as expectativas pessimistas relacionadas a fatores políticos e econômicos tiveram repercussões rápidas e profundas nos mercados financeiros. Surgiram rumores de que o presidente do Banco Central, Gustavo Franco, estaria demissionário, por causa das críticas do empresariado a seu desempenho no governo. Esses rumores foram imediatamente interpretados como sinal de uma mudança iminente na política cambial. Nos mercados internacionais, essa repentina deterioração tampouco passou despercebida e teve imediatos reflexos nos preços dos títulos da dívida pública externa e na renovação das linhas comerciais de curto prazo para o Brasil. Agravante suplementar, agências de classificação de crédito julgaram a situação grave o suficiente para rebaixar novamente o *rating* dos títulos da dívida soberana do país. Os temores de que a situação do Brasil desencadeasse nova onda de turbulência internacional causaram desvalorizações nas principais bolsas de valores do mundo e, de forma mais acentuada, nas ações de empresas com elevados investimentos no Brasil e no restante da América Latina.

---

(9) No caso brasileiro, a legislação impõe a manutenção de reservas em divisas equivalentes a três meses de importações. A mudança de política cambial ocorreu quando esse nível estava próximo de ser alcançado. Já a Tailândia, primeiro dos países asiáticos a sucumbir aos ataques especulativos em 1997, manteve sua política cambial, empregando inclusive derivativos, até o ponto em que seus compromissos futuros ultrapassaram o nível das reservas disponíveis.

Na definição de reservas cambiais líquidas ajustadas, contida no acordo com o FMI, o nível de reservas estava em US\$ 34,497 bilhões, no dia 31 de dezembro de 1998. Considerando a fuga de capitais<sup>10</sup> até o dia 14 de janeiro de 1999, as reservas tinham atingido US\$ 29,117 bilhões.<sup>11</sup> Esse nível, bastante inferior àquele de US\$ 33,2 bilhões estabelecido no acordo com o FMI deveria, por um mecanismo acordado com esse organismo internacional, induzir novo aperto monetário compensatório.

Na quarta-feira, 13 de janeiro de 1999, o Banco Central comunicava, simultaneamente, a saída de Gustavo Franco da presidência da instituição, substituído em caráter interino por Francisco Lopes, e uma alteração da banda de flutuação da taxa de câmbio que implicava o aumento do diferencial entre piso e teto da banda cambial e a adoção de um sistema de alteração desses valores a cada três dias úteis (a assim denominada “banda diagonal exógena”). Houve desapontamento diante da manutenção do sistema de banda e da magnitude da desvalorização. Os participantes dos mercados de câmbio e as empresas representadas pelas organizações patronais torciam claramente pela adoção do sistema de câmbio flutuante que permitiria, em princípio, a adoção de taxas de juros mais baixas e a retomada do crescimento econômico do país. Os negócios no mercado à vista de câmbio passaram, imediatamente, a ser efetuados no limite superior determinado pelo BC, consagrando assim uma desvalorização de 8,24% em relação à taxa praticada na véspera. Em dois dias, a fuga de capitais foi de US\$ 3,92 bilhões, enquanto os agentes tratavam de vender ativos denominados em reais, para tentar convertê-los em ativos atrelados à taxa de câmbio.

Na sexta-feira, 15 de janeiro de 1999, apenas 48 horas após a decisão de desvalorizar o real dentro do sistema de bandas e premido pela intensificação da fuga de capitais, o Banco Central retirou-se das operações com câmbio, informando pelo Comunicado n. 6.563 que “naquele dia se absteria de operar no mercado de câmbio, o que implicava a suspensão temporária do regime de bandas” e anunciando para a segunda-feira seguinte a definição de um novo regime cambial. A decisão de não intervir no mercado provocou uma forte oscilação da taxa de câmbio: no fechamento, um dólar valia R\$ 1,4659 – uma alta que não era explosiva, como se temia, de 11,05% em relação ao dia anterior e de

---

(10) O Banco Central não publicava, então, o valor diário das reservas em divisas. Os dados oficiais sobre o resultado líquido diário das operações nos mercados de câmbio oficial e flutuante e a variação da posição cambial líquida dos bancos permitiam, entretanto, chegar a um número bastante próximo do valor diário das reservas. De início de janeiro até o dia 14/1, as reservas perderam US\$ 4,03 bilhões em operações nos dois mercados cambiais, além de US\$ 1,35 bilhão na variação da posição cambial dos bancos.

(11) É importante assinalar aqui a questão da qualidade das reservas cambiais brasileiras naquele período. Números divulgados em 2000 pelo Banco Central mostraram que, em dezembro de 1998, pouco antes da desvalorização cambial, o Brasil tinha comprometido US\$ 12,9 bilhões de suas reservas cambiais na compra de títulos do próprio país (US\$ 6,7 bilhões) e repassando dólares para o Banco do Brasil (US\$ 6,2 bilhões). Isso significa que, no momento da desvalorização, o nível de reservas realmente disponíveis era baixíssimo, algo em torno de US\$ 12,5 bilhões, ou o equivalente a apenas dois meses e meio de importações.

21% em relação à taxa vigente em 12 de janeiro. As demais reações foram bastante positivas: redução da saída de divisas para US\$ 322 milhões; alta de 33,4% do Índice Bovespa, acompanhada por uma recuperação das bolsas do resto do mundo e alta de 15,61% nos preços dos títulos da dívida externa. Essas reações do mercado financeiro tiveram papel decisivo para que a flutuação cambial fosse efetivamente implantada. Foram elas que permitiram vencer a resistência do ministro da Fazenda, Pedro Malan, tido como ardente defensor da banda cambial. A decisão oficial de adotar o regime de flutuação cambial, divulgada pelo BC no dia 18 de janeiro, especificava que poderia “intervir esporadicamente no mercado com o objetivo de conter movimentos desordenados das taxas”.

Passada a positiva reação inicial à mudança de regime cambial, verificou-se um processo de alta continuada da taxa de câmbio, durante o mês de janeiro, que foi apontado como um caso típico de “sobre-reação” (*overshooting*) em que os especuladores acentuam sua pressão, tirando proveito do fato que os demais agentes financeiros deixam de vender as divisas que possuem ou antecipam suas compras, por temor a altas suplementares.

#### 4. Crise cambial e os derivativos

Nos dias de janeiro de 1999 que antecederam a introdução da “banda diagonal endógena”, os agentes definiram suas posições nos mercados de derivativos, em função da degradação das expectativas que atingia, então, seu ápice. O volume diário de contratos negociados naquele início de mês tendeu a elevar-se em relação ao volume verificado em dezembro de 1998, notadamente após a declaração da moratória do Estado de Minas Gerais, quando existiam fortes prenúncios, repercutidos pela imprensa, de que era iminente uma mudança de política cambial. Em Chicago, no *International Money Market*, os contratos futuros de real contra dólar indicavam, desde meados de dezembro, expectativas de uma elevação da taxa de câmbio do real e o volume de negócios bem como as posições em aberto vinham aumentando. Na BM&F, a pressão compradora intensificou-se, fazendo com que o Banco Central vendesse um inusitado volume de contratos futuros. A quantidade de posições vendidas pelo Banco Central levou em diversas ocasiões a que este rompesse o limite de concentração imposto pela BM&F.<sup>12</sup>

No dia 13 de janeiro, a introdução da banda larga “diagonal endógena” levou o mercado futuro de câmbio a atingir os limites de oscilação máxima de preços. A dificuldade para operar e reverter posições na BM&F constituiu o pano

---

(12) Segundo o depoimento da Diretoria da BM&F à CPI dos Bancos, houve rompimento desses limites de concentração na crise da Ásia, em 1997, e no dia 12 de janeiro de 1999, “quando o Banco Central vendeu um total de quase 40 mil contratos”.

de fundo para as rumorosas operações do Banco Central com o Banco Marka e o Banco FonteCindam e os fundos de investimento por eles administrados. Essas instituições financeiras detinham elevadas posições vendidas nos derivativos de câmbio. O presidente do Banco Central, Armínio Fraga, afirmou à CPI dos Bancos que a aposta do Banco Marka na manutenção da política cambial representava 20 vezes seu patrimônio líquido.<sup>13</sup> Assim, embora o porte do banco fosse pequeno, sua participação no mercado mais sensível do momento, o de derivativos de câmbio, era elevada. As operações da autoridade monetária consistiram na venda de 16.350 contratos de dólar comercial futuro ao Banco Marka S.A. e de 7.900 contratos de dólar comercial futuro ao Banco FonteCindam S.A.

Não é nosso objetivo retomar a polêmica dos eventuais ilícitos penais na origem da criação da CPI dos Bancos. Mas importa examinar os motivos que estiveram na base dessa decisão da autoridade monetária. O Banco Central tinha poucas opções diante de si. Caminhos possíveis seriam um empréstimo de curto prazo ao Banco FonteCindam e a liquidação extrajudicial do Banco Marka ou aguardar que a BM&F declarasse os bancos inadimplentes, o que automaticamente levaria à sua liquidação. Nos dois casos, ocorreriam um leilão público na BM&F das posições para liquidação compulsória, no qual os limites máximos de oscilação dos preços não se aplicariam, e a execução das garantias depositadas.<sup>14</sup> O caminho que o BC preferiu adotar foi fornecer liquidez no mercado futuro às duas instituições. Os motivos que determinaram essa decisão giraram exclusivamente em torno do potencial risco de que a situação, já de intenso nervosismo, evoluísse para uma crise sistêmica. É importante sublinhar que a decisão de realizar essas operações ocorreu no quadro da defesa da política cambial de banda diagonal endógena, durante os poucos dias em que vigorou. Dentro desse contexto, a temida perda de controle por parte da autoridade monetária sobre o mercado de câmbio estava vinculada a uma eventual demanda por divisas tão avassaladora que esgotasse as reservas internacionais ou as reduzisse a um nível inferior ao limite legal (três meses de importação), forçasse o BC a bater em retirada desordenada, capitulando diante das “forças do mercado” e/ou rompesse ou indicasse o rompimento dos limites da banda cambial “diagonal endógena”.

Se fossem adotadas as alternativas que conduziam à inadimplência na BM&F das instituições financeiras, o leilão de liquidação compulsória prosseguiria até o nível de preços em que se encontrassem vendedores em quantidade suficiente para cobrir a totalidade dos contratos. É difícil determinar a

---

(13) Depoimento prestado por Armínio Fraga Neto à CPI, em 15 de abril de 1999, SC-8.

(14) Como essas garantias não eram suficientes para cobrir os prejuízos, deveriam ser acionados o membro da Compensação que tinha registrado as operações e a própria Compensação. Isso, em si, não chegava a ser problemático, dada a capacidade financeira da Compensação e da própria Bolsa.

que preços existiriam agentes dispostos a vender o equivalente a US\$ 2,425 bilhões, se incluídas as posições dos dois bancos, ou US\$ 1,625 bilhão se consideradas apenas as posições do Banco Marka. Mas é razoável supor que esses agentes tentariam comprar um montante equivalente do Banco Central, no mercado à vista, pelo preço correspondente ao teto do dia da banda cambial, para revendê-lo, com um determinado lucro, no leilão de liquidação compulsória na BM&F. Assim, ao invés de vender, no mercado à vista, um total de US\$ 1,784 bilhão de reais no dia 14 de janeiro, a autoridade monetária teria de despende um total entre US\$ 3,409 bilhões e US\$ 4,209 bilhões das reservas internacionais do país. Os preços negociados no leilão compulsório da BM&F ultrapassariam o teto da banda e passariam a ser incluídos nas expectativas dos agentes para a taxa de câmbio futura, aumentando ainda mais a demanda de divisas no mercado à vista. A última consequência, conforme o próprio Banco Central, seria que ao nervosismo causado pela implantação da política de “banda diagonal endógena” se somaria “a explicitação de uma situação de inadimplência na BM&F, de alcance desconhecido, que certamente destruiria a confiança na efetividade desse seguro, produzindo sentimento de pânico e, conseqüentemente, um movimento defensivo de fuga de capitais.”<sup>15</sup>

As repercussões macroeconômicas instabilizadoras dos mercados de derivativos financeiros e das novas práticas de gestão de recursos que lançam mão de elevada alavancagem se revelam com toda clareza nesse episódio. O Banco Marka era um banco pequeno, mas a liquidação compulsória de uma grande posição em derivativos de câmbio, num momento de extrema tensão, poderia ter graves consequências. Optando por dar cobertura no mercado futuro, o Banco Central, embora vendendo o equivalente a dólares no futuro, assumia obrigações em reais, sem impacto nas reservas em divisas, mas no balanço da instituição.

Em síntese, acreditamos que existia um potencial risco de crise sistêmica naquele dia 14 de janeiro de 1999. Como todo risco, ele era apenas potencial. Essa crise se consubstanciaria na hipótese da liquidação da pequena – mas altamente alavancada – instituição financeira porque, mergulhado numa avalanche de demanda de dólares, o Banco Central poderia ser levado a suspender suas vendas durante o período normal de negociações, desencadeando uma situação de pânico. Pode-se argüir que no dia seguinte, 15 de janeiro, ao comunicar que se absteria de atuar no mercado de câmbio, e no dia 18 de janeiro, ao adotar oficialmente a política de câmbio flutuante, o BC suspendeu suas intervenções no mercado de câmbio. Mas o anúncio do dia 15 de janeiro foi fruto de uma decisão das autoridades monetárias e comunicado como tal antes da abertura das negociações. Pode parecer um simples detalhe, mas é de suma importância, em períodos de tensão extrema, que não haja percepção no mercado do

---

(15) Banco Central do Brasil. *Avaliação e Decisões do Banco Central na Semana da Mudança no Câmbio*, § 32 (Relatório da CPI dos Bancos, p. 43).

enfraquecimento da autoridade monetária. Na expressão de Emílio Garófalo (2000: 228), com sua experiência no Departamento Internacional do BC, “em qualquer das situações, a única alternativa real do BC é não titubear um segundo, até convencer o mercado de que domina a situação e sabe aonde chegar.”

Passado o período em que as cotações no mercado futuro ficaram limitadas pela oscilação máxima imposta pela BM&F, esse mercado passou a ser o epicentro das tensões e do nervosismo que tomava conta dos mercados financeiros. No dia 20 de janeiro, após realizar sua última operação com os fundos ligados ao Banco Marka, o Banco Central tinha posições de 53.040 contratos vendidos para fevereiro e de 52.410 contratos vendidos com vencimento em março de 1999. Depois das polêmicas operações com as duas instituições financeiras, o BC retirou-se completamente do mercado, mesmo quando esse voltou a operar normalmente, sem limites e com preços ajustados em relação ao mercado de câmbio à vista. Ao se abster de atuar no mercado futuro de câmbio, a autoridade monetária deixou claro para os experientes participantes daquele mercado que uma posição vendida de grande vulto<sup>16</sup> não seria nem liquidada com antecipação nem defendida. Era o sinal de que os preços pelos quais aquela posição seria liquidada, no vencimento, podiam ir às alturas. Os rumores sobre uma moratória interna acentuaram esse processo no dia 29 de janeiro, dia em que foi apurada a taxa de câmbio utilizada para liquidar os contratos de fevereiro.

Defendemos a hipótese de que, naquele dia, ocorreu outro risco sistêmico em função de grave deterioração das expectativas que se manifestaram por corrida bancária, acentuada demanda por divisas no mercado à vista, projeções de taxas de juros em acentuada alta. Foram necessários veementes desmentidos públicos do presidente da República e do ministro da Fazenda para acalmar os ânimos. Acreditamos, igualmente, que os derivativos tiveram forte influência nesse episódio. É impossível estabelecer a relação de causa e efeito entre a onda de boatos e o vencimento do contrato futuro. Mas a forte alta da taxa de câmbio naquele final de janeiro pode ser, em parte, atribuída à influência do mercado futuro, no qual estavam em jogo somas mais elevadas do que as que vinham sendo negociadas no mercado à vista. Ela contribuiu para acentuar a sensação de insegurança entre investidores e depositantes do sistema bancário e permitiu que os titulares de posições compradas no mercado futuro tivessem ganhos ainda mais elevados.

No dia primeiro de fevereiro, o presidente demitiu o presidente do Banco Central, Francisco Lopes, que ainda não tinha tomado oficialmente posse do cargo. O nome indicado para substituí-lo foi o de Armínio Fraga, ex-diretor da área internacional do Banco Central e alto executivo do *Quantum Fund*, do

---

(16) Na véspera do vencimento do contrato de fevereiro, o Banco Central detinha 80,17% das posições vendidas daquele contrato. Do mesmo modo, na véspera do vencimento do contrato de março, as posições do Banco Central representavam 79,8% do total das posições vendidas.

conhecido e controverso George Soros. O fenômeno de alta acentuada da taxa de câmbio perdeu intensidade no decorrer do mês de fevereiro, com parte dos agentes vendendo as divisas anteriormente adquiridas de forma a realizarem seus lucros, antes da posse de Armínio Fraga. Mas a tendência de alta voltou a verificar-se no final do mês. A taxa do último dia útil de fevereiro, que balizou a liquidação financeira dos contratos futuros de câmbio com vencimento em março – no qual o BC também tinha um grande volume de contratos vendidos –, atingiu R\$ 2,0648, uma desvalorização de 70% em relação à taxa de 12 de janeiro. A taxa de câmbio que serviu para a liquidação do contrato de março, apurada em 26 de fevereiro, foi a mais alta do período. Mas, dessa vez, as taxas negociadas no mercado futuro passaram por vários movimentos de baixa antes de dispararem no final do mês. O Banco Central não teria tido maiores dificuldades, operando com certa discricção, em recomprar ao menos parte de sua imensa posição vendida nos contratos de março. O fato de o BC ter deixado sua posição vendida no mercado futuro de câmbio ser liquidada apenas no vencimento foi uma importante causa do *overshooting* cambial.

Essa recusa de operar no mercado de derivativos tinha uma causa concreta. As negociações em curso com o FMI, para o estabelecimento de novas metas levando em conta a desvalorização cambial, indicavam que esse organismo não apreciava nem um pouco o uso de derivativos financeiros pelo Banco Central. Uma cláusula do Memorando de Política Econômica com o Fundo Monetário Internacional, que só se tornou efetiva a partir de março de 1999, proibia esse tipo de operações. “O Banco Central deixará de intervir no mercado de futuros de câmbio a partir de março de 1999.”<sup>17</sup> Desde a crise na Tailândia e, posteriormente, na Coreia, o FMI vinha se preocupando com as operações dos Bancos Centrais nos mercados de derivativos financeiros, devido à sua falta de transparência.

No dia de sua posse, Armínio Fraga anunciava que o Banco Central poderia usar parte dos recursos emprestados pelo Fundo para intervir no mercado de câmbio. “Vamos usar o dinheiro do FMI para intervir no câmbio sempre que acharmos necessário”, dizia Fraga, conforme relato de Nunes & Izaguirre (1999), e afirmava que: “A política do BC será de intervenções ocasionais, limitadas e sem aviso prévio, seguindo o modelo de taxas flutuantes adotado em vários países do mundo”. Naquela ocasião, o aumento do volume de reservas de que o BC podia lançar mão para intervir no mercado e a elevação da taxa de juros tiveram um papel importante na inversão da tendência de alta da taxa de câmbio.

Nesse episódio, o grande perdedor no mercado de derivativos de câmbio foi o Banco Central “na qualidade de garantidor da lucratividade privada.”<sup>18</sup> Por seu intermédio, os recursos públicos foram utilizados para cobrir os riscos privados e dar lucros aos especuladores. Os títulos da dívida pública indexados ao

---

(17) No § 19 do Capítulo V. *Setor Externo* <<http://www.fazenda.gov.br/portugues/ajuste/fmimpe.html>>.

(18) Relatório da CPI dos Bancos (1999: 71).

câmbio também participaram dessa gigantesca “socialização dos prejuízos”, provocando um acentuado aumento da dívida pública interna e sua relação com o Produto Interno Bruto.

Mas a crise cambial de janeiro de 1999 não produziu, no Brasil, uma crise financeira ou uma recessão econômica de grandes proporções, diferentemente de outros países que tiveram de adotar a política de câmbio flutuante em decorrência de ataques especulativos. Três fatores principais podem ser apontados para explicar esse fenômeno que contrariou as expectativas de muitos economistas. O primeiro reside no saneamento do sistema financeiro, iniciado em 1995. O segundo decorre do fato de que os agentes privados mais relevantes tinham antecipado a forte probabilidade de mudanças da política cambial e estavam preventivamente resguardados. A existência de um mercado de derivativos de câmbio líquido devido à presença e à atuação do Banco Central, contribuiu para que as operações de cobertura de riscos anulassem ou reduzissem muito o impacto da desvalorização nos balanços de instituições financeiras e grandes empresas privadas. Os mercados de ativos cambiais e de derivativos financeiros, através da cobertura de riscos que forneceram para agentes relevantes, contribuíram de forma significativa para formar uma barreira que atenuou fortemente a transmissão da instabilidade financeira para a economia em geral, fazendo com que não se cumprissem as previsões catastróficas de profunda recessão e alta inflação.

A crise cambial brasileira de janeiro de 1999 evidenciou a importância das operações de cobertura de riscos dos agentes em função de suas antecipações. Nas circunstâncias em que a crise manifesta-se de forma súbita e inesperada, os agentes com risco estarão pouco cobertos e deverão arcar com o custo de sua imprevidência ou de seu espírito especulativo. Nessas condições, a crise iniciada pela instabilidade financeira pode propagar-se rapidamente ao setor financeiro e ao setor produtivo. Em contraposição, nas situações em que a crise segue um processo mais lento, quanto maior a parcela dos agentes com risco antecipando sua possibilidade, maior será a procura por *hedge*. O perigo de propagação da instabilidade financeira aos outros setores da economia será menor. O terceiro fator corresponde à socialização dos prejuízos decorrentes da desvalorização que acabou provocando forte aumento da dívida pública interna. Os derivativos financeiros junto com os títulos da dívida pública indexados ao câmbio e a perda de reservas decorrente das vendas do BC no mercado à vista foram os instrumentos dessa socialização.

Essa crise deixou igualmente claro que a cobertura de riscos, através dos mercados de derivativos, não os anula, apenas os transfere para outros agentes. De forma consolidada, os riscos permanecem os mesmos dentro do sistema, só se alterando sua distribuição. Para que os eventuais benefícios macroeconômicos das operações de *hedge* possam manifestar-se numa situação de crise, é necessário

que, ao serem transferidos, os riscos tenham se diluído entre um grande número de pequenos especuladores ou tenham se concentrado em carteiras fortes, como a do Banco Central do Brasil, capazes de suportar os prejuízos deles resultantes.

## **5. Ataque especulativo e câmbio flutuante**

Entre março e outubro de 2001, o ataque especulativo contra a taxa de câmbio flutuante do real teve aspectos em comum com os ataques anteriores: venda dos ativos denominados em reais e daqueles representativos do “risco país” e busca desenfreada por ativos denominados em divisas ou que acompanham a variação cambial. Mas sublinhou, igualmente, as particularidades que o distinguiram dos ataques ocorridos no regime de câmbio administrado. O ataque especulativo que, na vigência da banda cambial, era constituído, principalmente, por uma fuga de capitais com impacto direto no nível das reservas internacionais do país passou a se manifestar por uma elevação da taxa de câmbio provocando aumentos da taxa de inflação e ocasionando prejuízos aos devedores em divisas. Os motivos invocados para a forte desvalorização cambial verificada até outubro de 2001 foram variados: queda das ações de alta tecnologia nos mercados internacionais, crise da Turquia, crise argentina, racionamento de energia, menor crescimento ou recessão das economias desenvolvidas – em particular a dos Estados Unidos – e os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001. As repercussões de cada um deles sobre a taxa de câmbio foram cumulativas, sem aparente solução de continuidade entre os distintos acontecimentos. Assim, os pequenos movimentos de realização de lucros e de arrefecimento da alta da taxa de câmbio eram considerados como oportunidade de compra e a desvalorização cambial retomava seu ritmo. O movimento da taxa de câmbio do real em 2001 assemelhou-se às bolhas especulativas em que a alta dos preços acarreta um aumento no número de compradores dispostos a pagar preços cada vez mais altos porque presumem que a tendência persistirá.

A importância da ação dos especuladores, em particular dos que operam nos mercados de derivativos, ficou manifesta ao se constatar que as pressões altistas se acentuavam nos dias em que era apurada a taxa média de câmbio (PTAX) para a liquidação de um vencimento de contratos futuros. A relativa opacidade das negociações de câmbio no mercado à vista foi apontada como constituindo um terreno fértil para a especulação das instituições financeiras. A partir daí, aceleraram-se os estudos e as medidas de implantação de uma *clearing* de câmbio na BM&F que, entre outras vantagens, permitirá trazer, ao conhecimento dos reguladores, o perfil exato dos participantes de mercado e de suas operações.

Mas a magnitude da desvalorização do real não podia ser atribuída apenas à especulação. A partir de certo nível de queda do valor do real, a assimetria de riscos cambiais no país induziu forte demanda por cobertura de riscos. O volume dessa demanda por *hedge* sugeria que os agentes procuraram cobrir não somente os fluxos de vencimentos de obrigações externas, mas também parte do fluxo de caixa de empresas multinacionais e do estoque de investimentos externos no país.

A desvalorização do real passou a alimentar uma percepção de riscos mais elevados da economia brasileira, contribuindo para uma certa redução dos fluxos de capitais e levando aqueles que se dispunham a investir no país a buscarem proteção cambial quando internavam recursos. Nesse contexto, diminuiu a oferta de divisas no mercado de câmbio à vista. Mas a volatilidade das taxas de câmbio e de juros acarretou uma elevação de volume no mercado de seus derivativos. No mercado organizado, o volume de contratos negociados na BM&F aumentou 25% entre janeiro e novembro de 2001. Também se elevou consideravelmente o volume de derivativos negociados no mercado de balcão. As instituições financeiras passaram a montar e a oferecer aos seus clientes as mais diversas operações de *hedging* com lastro em suas posições especulativas de divisas à vista ou de títulos públicos com indexação na taxa de câmbio. Cresceu igualmente no período a colocação de títulos públicos indexados à variação cambial, dos quais trataremos adiante.

As conseqüências micro e macroeconômicas dessa acentuada desvalorização cambial foram bastante distintas das resultantes dos ataques especulativos no regime de câmbio administrado. No plano microeconômico, tornou-se difícil apreciar o valor patrimonial das empresas com dívidas em moeda estrangeira. Essa dificuldade se aplicava tanto às empresas que não tinham feito operações de *hedge* e que poderiam ter ficado com patrimônios líquidos negativos, quanto para as empresas que tinham coberto parte ou a totalidade de seus riscos. Com efeito, a taxa de câmbio em que a proteção de riscos tinha sido feita variou grandemente de empresa para empresa, não sendo possível determinar de antemão o impacto dessa cobertura em seus balanços. As fortes quedas dos preços das ações das empresas negociadas em bolsas de valores foram, em parte, acentuadas por essa dificuldade em avaliar o impacto da desvalorização cambial sobre os balanços. Em compensação, da mesma forma que na crise cambial de janeiro de 1999, o setor de bancos mostrou uma lucratividade excepcional decorrente das elevadas posições de divisas e ativos ligados à variação cambial que tinham assumido.

As repercussões macroeconômicas desse ataque especulativo manifestaram-se por pressões suplementares nos preços que levaram a taxa de inflação de 2001 a superar o teto máximo da meta fixada pelo governo e incluída no acordo com o FMI. Na medida em que a autoridade monetária pautava sua

atuação por metas inflacionárias, a alta do câmbio repercutiu em alta dos juros (embora essa fosse bem menor do que no regime de câmbio administrado) e conseqüente redução do crescimento econômico. Por um efeito perverso, a alta dos juros passou a provocar altas suplementares da taxa de câmbio, devido ao efeito combinado de ambas sobre o aumento do estoque da dívida pública interna que contribuía para a percepção de uma deterioração de fundamentos macroeconômicos.

Mas o regime de câmbio flutuante permite que, após um certo lapso de tempo, surjam mecanismos de estabilização econômica que permitem reduzir os desequilíbrios. A acentuada desvalorização do real acabou por produzir uma melhora das contas externas que a adoção do regime de câmbio flutuante não tinha conseguido alcançar em 1999 e em 2000. O superávit comercial ampliou-se ao longo do ano, os gastos com viagens ao exterior bem como a remessa de lucros diminuíram e a entrada de capitais para investimentos diretos foi maior do que previsto. Esses elementos permitiram a reversão das expectativas, a partir de outubro de 2001.

Atenção especial deve ser consagrada à atuação do Banco Central ao longo desse episódio. Já assinalamos anteriormente que a autoridade monetária ausentou-se completamente do mercado de derivativos de câmbio após janeiro de 1999. A proibição de lançar mão de tais instrumentos foi, inclusive, inscrita nas renegociações dos acordos com o FMI de março de 1999 e de julho de 2001. Inicialmente, o BC tentou arrefecer o ímpeto do ataque especulativo fazendo intervenções pontuais no mercado à vista de câmbio. Mas logo se convenceu de que, dado o nível de reservas disponíveis, não poderia atender ao volume de demanda existente. Em nome da transparência financeira, preferiu anunciar que limitaria suas intervenções no mercado à vista a uma soma total de US\$ 3 bilhões para o restante do ano, dividida de forma linear resultando na venda diária de US\$ 50 milhões. Esse anúncio foi interpretado como uma confissão de impotência da autoridade monetária e serviu de sinal para novas altas da taxa de câmbio.

Para atender a parte da demanda e diminuir o ímpeto altista da taxa de câmbio, a autoridade monetária passou a aumentar a parcela de títulos públicos indexados ao câmbio. Parece importante assinalar que, embora esses títulos sejam apresentados como instrumentos de *hedge* cambial, tal interpretação não parece correta. No mercado primário, títulos da dívida interna (seja qual for sua indexação) são colocados pela autoridade monetária mediante pagamento à vista. Os agentes que dispõem de recursos à vista, para empregar em cobertura de riscos, são as instituições financeiras ou as empresas com capacidade de levantar grandes volumes de recursos no mercado interno, principalmente através de lançamento de títulos. Os demais agentes que procuram cobertura de risco cambial – empresas com dívidas no exterior, empresas em busca de cobertura de seu fluxo de caixa ou

de seu patrimônio e novos investimentos externos – investiram, em princípio, em sua atividade principal. Não têm, por conseguinte, recursos suficientes para adquirir ativos indexados ao câmbio no mercado à vista. Para esses agentes, o *hedge* de suas exposições cambiais deve necessariamente ser realizado por meio de instrumentos alavancados.

O comportamento do Banco Central no decorrer do presente ataque especulativo foi objeto de variadas críticas. Ao renunciar às intervenções pontuais e anunciar vendas de divisas quotidianas, lineares e em doses homeopáticas, a autoridade monetária optou pelo formato da mais estrita ortodoxia financeira, segundo a qual a autoridade monetária não pode interferir na livre formação de preços do mercado. Privando-se do uso de instrumentos alavancados, deixou de utilizar um mecanismo suplementar de atuação no mercado e deixou que a demanda por cobertura de riscos passasse a ser atendida pelas instituições financeiras, principalmente no mercado de balcão. Não tendo controlado a “bolha especulativa” do câmbio nos momentos em que isso ainda era possível, a autoridade monetária parecia estar se tornando refém dos mercados e dos especuladores, à medida que o volume crescente de demanda reduzia a eficácia de uma intervenção mais decidida. As análises oriundas dos mercados financeiros tentavam demonstrar que a desvalorização do real deveria aprofundar-se, pelo menos até a realização das eleições presidenciais.

Apesar disso, foi a combinação das evidências de melhora das contas externas do Brasil com uma ação mais decidida das autoridades monetárias que levou ao desinflar da bolha especulativa, após nova escalada da taxa de câmbio, em decorrência dos atentados de 11 de setembro, que levou o dólar a ser cotado a R\$ 2,83. Relutante em aumentar ainda mais a taxa de juros, o Banco Central lançou mão de outros instrumentos de política monetária e de regulamentação, como a redução do nível de alavancagem nas posições de câmbio e a elevação dos depósitos compulsórios dos bancos. Mas, sobretudo, indicou claramente ao mercado que considerava a desvalorização cambial excessiva ao ofertar volumes excepcionalmente elevados de títulos públicos indexados ao câmbio. Ao intervir pesadamente no mercado de câmbio após os atentados de 11 de setembro, o BC brasileiro parece ter-se inspirado nos Bancos Centrais dos países desenvolvidos, que adotaram uma posição ativa e coordenada para evitar um agravamento imprevisível das repercussões dos atos terroristas. Não é possível determinar se o resultado seria o mesmo caso essas intervenções do BC tivessem ocorrido antes, isto é, se teriam conseguido evitar que a bolha especulativa inflasse tanto no mercado de câmbio.

Apesar da intensificação da crise argentina que parecia evoluir para uma moratória, a intervenção do BC permitiu que começasse a se impor, entre investidores nacionais e estrangeiros, a constatação de que os fundamentos

macroeconômicos brasileiros distinguiam-se claramente daqueles do país vizinho. A solidez do superávit fiscal primário, a confirmação de um persistente superávit da balança comercial e a manutenção dos fluxos de investimentos diretos ajudaram a autoridade monetária a reverter as expectativas pessimistas dos participantes no mercado de câmbio.

A partir de outubro, posições especulativas foram, aos poucos, sendo desfeitas; a demanda por cobertura de riscos arrefeceu;<sup>19</sup> a taxa de câmbio do real começou a cair, os preços dos ativos expressos em reais ou representando o risco do país subiram e algumas empresas voltaram a captar recursos no exterior. A expressão do período era o “descolamento da Argentina”, para indicar que a crise do país vizinho já estava, em boa parte, embutida na taxa de câmbio, nos preços dos ativos e na taxa de risco do Brasil.<sup>20</sup> A evolução dessa última foi a mais significativa do propalado descolamento: as taxas de risco da Argentina e do Brasil, que vinham evoluindo no mesmo sentido, passaram a divergir acentuadamente a partir de outubro. Em início de dezembro de 2001, o prêmio de risco argentino ultrapassava 40%, enquanto o brasileiro situava-se abaixo de 9%.

A acentuada reversão das expectativas e a ação do Banco Central, após os atentados de 11 de setembro nos Estados Unidos, levaram à queda da taxa de câmbio. Os principais beneficiários da valorização do real no último trimestre de 2001 foram o Tesouro Nacional e o Banco Central que, no auge do ataque especulativo, tinham vendido volumes elevados de títulos indexados à variação cambial. A valorização do real permitiu uma redução de valor do estoque da dívida pública. Também ganharam as empresas com passivos em divisas sem cobertura de riscos. As perdas resultantes da queda da taxa de câmbio distribuíram-se entre os especuladores que tinham comprado divisas e títulos públicos vinculados ao câmbio e as empresas que tinham feito *hedge* a taxas muito elevadas ou por período distinto de suas obrigações em divisas.

No plano macroeconômico, a queda da taxa de câmbio não reverteu os impactos negativos sofridos pela economia, mas permitiu que comesçassem a se diluir. Assim, a valorização do real não reduziu, de imediato, as pressões inflacionárias, em função de o BC ter decidido manter as taxas de juros elevadas, limitando o potencial de crescimento da economia. Entretanto, a brusca e acentuada mudança de expectativas começou a ser temperada por novo debate sobre a compatibilidade entre essa queda da taxa de câmbio e a preservação do superávit comercial e/ou das previsões positivas sobre os elementos do balanço de pagamentos do país.

---

(19) A decisão da CVM de permitir às empresas de capital aberto a diluição contábil por cinco anos dos prejuízos resultantes da variação cambial também contribuiu para a redução da demanda por *hedge*.

(20) Essa taxa, calculada pelo banco americano J. P. Morgan, representa o diferencial de taxa de juros que um país teria de pagar em relação à taxa que o governo americano pagaria para captar recursos.

Em meados de dezembro, no ápice da crise argentina – caracterizado por manifestações, por vezes violentas, do descontentamento popular; sucessivas trocas de presidentes; bloqueio dos depósitos bancários; moratória das dívidas internas e externas e uma atribulada busca de saída do regime cambial de conversibilidade –, mantiveram-se as expectativas divergentes sobre a evolução das duas economias. A taxa de câmbio flutuante tinha, finalmente, permitido ao Brasil evitar um contínuo contágio dos graves problemas de seu vizinho. Isso não impede de constatar que, por um período razoavelmente longo e apesar de seus fundamentos já serem claramente distintos dos da economia argentina, o país sofreu um ataque especulativo de sérias repercussões micro e macroeconômicas. Acreditamos que a fragilidade externa da economia brasileira foi apenas parte das razões da intensidade desse ataque. A ciclotimia das expectativas dos agentes que alternaram subitamente entre o mais profundo pessimismo e um forte otimismo teve outros motivos importantes: sucesso dos especuladores em provocar elevada demanda de cobertura de riscos, comportamento mimético, falta de familiaridade com a dinâmica da taxa de câmbio flutuante, etc. O sucesso da atuação mais decidida do Banco Central em setembro suscita a questão de saber se uma intervenção anterior teria sido capaz de impedir uma deterioração tão acentuada das expectativas e limitar a extensão e as repercussões micro e macroeconômicas do primeiro ataque especulativo contra a moeda brasileira num regime de câmbio flutuante.

Maryse Farhi é doutora pelo  
Instituto de Economia da Unicamp.

### **Bibliografia**

- COMISSÃO PARLAMENTAR DE INQUÉRITO SOBRE OS BANCOS. *Depoimentos e Relatório*. 1999. Disponível na Internet: <<http://www.senado.gov.br>>.
- CHESNAIS, F. *A fisionomia das crises no regime de acumulação sob dominância financeira*. *Novos Estudos Cebrap*, São Paulo, n. 52, 1998.
- FARHI, M. *Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem*. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, 1999.
- FOLKERTS-LANDAU, D., ITO, T. *International Capital Markets*. Washington, D.C.: IMF, 1995.
- GARÓFALO, F. E. *Câmbios no Brasil*. São Paulo: BM&F/Cultura Editores Associados, 2000.
- PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS. *Hedge funds leverage and the lessons of long-term capital management*. Washington, D.C., Apr. 1999.

**Resumo**

Os regimes cambiais condicionam diferenças na dinâmica dos ataques especulativos e das crises cambiais, bem como em suas repercussões micro e macroeconômicas. O estudo dos ataques especulativos contra o valor da moeda brasileira, tanto na vigência do sistema de câmbio administrado quanto no de câmbio flutuante, apresenta claras evidências dessas diferenças, em particular o distinto papel que os mercados de derivativos financeiros tiveram nos períodos de acentuada volatilidade financeira

**Palavras-chave:** Especulação; Câmbio; Derivativos (Finanças).

**Abstract**

Exchange rate policies shapes differences in the dynamic of speculative attacks, currency crisis and their micro and macroeconomic repercussions. The study of the speculative attacks against the value of the Brazilian currency, both under the system of adjustable exchange rate bands and the floating currency, shows clear evidences of such differences, particularly the distinct role played by the financial derivatives markets during the periods of sharp financial volatility.

**Key words:** Speculative attacks; Currency crisis; Financial derivatives.